

Metodología de Calificación de Instituciones Financieras No Bancarias

Metodología Maestra

Alcance

Este reporte especifica la metodología de Fitch Ratings para asignar nuevas calificaciones a instituciones financieras no bancarias a nivel global, así como para monitorear las calificaciones existentes de estas, incluidas las sociedades de corretaje de valores, los administradores de inversiones (como compañías de inversiones y fondos de inversión), las compañías de desarrollo de negocios (BDC; siglas en inglés), las empresas de financiamiento y arrendamiento (como fideicomisos de inversión inmobiliaria hipotecaria [REIT; siglas en inglés] e instituciones no bancarias de política económica) y compañías de infraestructura de mercados financieros (FMI; siglas en inglés). Con excepción de un número limitado de instituciones financieras con licencias bancarias, la metodología que se analiza en el presente informe no aplica a bancos, cuya metodología de calificación se detalla en la metodología de Fitch titulada “Bank Rating Criteria” (“Metodología de Calificación de Bancos”), o a compañías de seguros o REIT de capital. Puede encontrar más información sobre los tipos de entidades que pueden estar fuera del alcance de esta metodología en el Anexo 7.

Factores Clave de la Calificación

Cinco Factores de la Evaluación Individual: Al evaluar el perfil individual de una institución financiera no bancaria, Fitch analiza cinco factores clave: el entorno operativo, el perfil de negocio, la administración y la estrategia, el perfil de riesgo y el perfil financiero. Si bien los primeros tres factores son relativamente comunes entre instituciones financieras, la evaluación del perfil de riesgo y del perfil financiero de una empresa es más propia del subsector en donde opera.

Diferencias en el Balance General: Dentro de los subsectores de las instituciones financieras no bancarias, Fitch también hace diferencias en sus análisis para negocios con un alto uso de balance general frente a negocios con un bajo uso de balance general. Las métricas de rentabilidad para negocios con un uso intensivo del balance general están enfocadas en el rendimiento de los activos y del capital, mientras que las razones de apalancamiento están enfocadas en medidas de capitalización. En el caso de estrategias que se basan poco en los activos, los márgenes operativos son un indicador común de la rentabilidad, mientras que las razones de flujo de efectivo se utilizan para evaluar el apalancamiento.

Factores de Soporte: Al evaluar el soporte potencial por parte de una entidad soberana o institución matriz, Fitch considera tanto la capacidad como la propensión del proveedor de soporte para brindar asistencia de manera oportuna. En función de la fortaleza del soporte percibido, las calificaciones se pueden igualar con las del proveedor de soporte, escalonarse (*notched*) a la baja en relación con las del proveedor de soporte o escalonarse al alza en relación con el perfil individual de la entidad. Por ejemplo, las calificaciones de subsidiarias financieras cautivas a menudo se benefician de una alta probabilidad de soporte, dado que con frecuencia fortalece la franquicia, los objetivos estratégicos y las perspectivas de ingresos de la empresa que recibe soporte.

Si bien el soporte gubernamental es a menudo un factor de la calificación de las instituciones financieras no bancarias de política pública, no es común para la mayoría de otras instituciones financieras no bancarias, dada su importancia sistémica más limitada.

Índice

Alcance	1
Factores Clave de la Calificación	1
Cambios Clave Propuestos a la Metodología	2
Borrador de consulta	3
Resumen y Estructura del Informe	3
I. Marco de las Calificaciones	4
II. Evaluación Individual	14
III. Soporte	87
IV. Calificaciones de Emisiones	97
Anexo 1: Variaciones Metodológicas	106
Anexo 2: Calificación de Instituciones Financieras No Bancarias por Encima del Soberano	107
Anexo 3: Información Utilizada para Emitir y Mantener las Calificaciones	108
Anexo 4: Uso de Pruebas de Estrés y Otras Herramientas en el Proceso de Calificación	109
Anexo 5: Sensibilidades de Calificación	110
Anexo 6: Limitaciones y Consideraciones Adicionales de Aplicabilidad de la Metodología	111
Anexo 7: Factores que Diferencian a las Calificaciones Altamente Especulativas y Adversas	112
Anexo 8: Metodologías Relacionadas	113
Anexo 9: Definiciones e Índices Financieros Subsectoriales	114

Este informe es una traducción del reporte titulado “Non-Bank Financial Institutions Rating Criteria” publicado el 31 de enero de 2022 y reemplaza la traducción al español de la versión con el mismo título del 18 de septiembre de 2019.

Metodología Relacionada

[Bank Rating Criteria \(Metodología de Calificación de Bancos\) \(Noviembre 2021\)](#)

[Consulte la lista de analistas en la página 2](#)

Riesgos de Incumplimiento, Prospectos de Recuperación: Las calificaciones de emisiones de instituciones financieras no bancarias, al igual que las de otros sectores financieros corporativos, reflejan la opinión de Fitch del nivel general del riesgo de crédito ligado a compromisos financieros específicos, generalmente títulos valores. Este punto de vista incorpora una evaluación tanto de la probabilidad de incumplimiento (o riesgo de “impago”) de la obligación específica como de las recuperaciones potenciales para los acreedores en caso de incumplimiento/impago.

Deuda Sénior Alineada con la Calificación de Riesgo Emisor: Las calificaciones de las obligaciones sénior no garantizadas de una institución financiera no bancaria se igualan generalmente a su calificación de riesgo emisor (IDR; siglas en inglés) de largo plazo, aunque se pueden escalar a la baja si hay una subordinación efectiva y profunda o un alto gravamen del balance general.

Resumen y Estructura del Informe

I. Marco de las Calificaciones

Fitch asigna calificaciones de riesgo emisor y de emisión a las instituciones financieras no bancarias y sus obligaciones. Las dos principales calificaciones de emisor son:

- IDR de largo plazo; e
- IDR de corto plazo.

Cuando es relevante, Fitch también puede asignar calificación de soporte gubernamental (GSR; siglas en inglés), calificación de soporte de los accionistas (SSR; siglas en inglés) o calificación de contraparte de derivados (DCR; siglas en inglés) a instituciones financieras no bancarias. Para obtener las definiciones completas de las calificaciones, [haga clic aquí](#).

Fitch generalmente adopta un enfoque de “el más alto de” en la asignación de las IDR de largo plazo a instituciones financieras no bancarias. Específicamente, Fitch determina primero el nivel de la IDR de largo plazo que una institución financiera no bancaria pudiera obtener basándose únicamente en su fortaleza financiera individual o basándose solamente en soporte, ya sea soporte gubernamental (según se refleje en la GSR) o soporte de los accionistas (según se refleje en la SSR). Posteriormente, Fitch asigna (casi siempre) a la institución financiera no bancaria la mayor IDR de estos dos niveles si no existen restricciones extraordinarias representadas por el techo país.

II. Evaluación Individual

Una evaluación del perfil crediticio individual (PCI) de una institución financiera no bancaria considera cinco factores clave:

- entorno operativo;
- perfil de negocio;
- administración y estrategia;
- perfil de riesgo;
- perfil financiero.

Para obtener más información sobre el aspecto de la evaluación individual del marco de calificaciones de Fitch, [haga clic aquí](#).

III. Soporte

La fuente más común de soporte para las instituciones financieras no bancarias son los accionistas; por ejemplo, cuando una matriz corporativa tiene una subsidiaria financiera. El soporte de gobierno es un evento mucho menos frecuente para las instituciones financieras no bancarias que para los bancos, dado el tamaño relativamente más pequeño y la influencia menor de una institución financiera no bancaria en el sistema financiero de un país. Si está presente, el soporte gubernamental se basa con frecuencia más en el rol de política pública de la institución financiera no bancaria y menos en su importancia sistémica. La opinión de Fitch acerca de la probabilidad de que se proporcione soporte externo en caso de ser necesario se puede reflejar en la GSR o SSR de la institución financiera no bancaria.

Analistas

Mark Young
+44 20 3530 1318
mark.young@fitchratings.com

Meghan Neenan, CFA (Norteamérica)
+1 212 908 9121
meghan.neenan@fitchratings.com

Christian Kuendig (Europa, Medio Oriente y África)
+44 20 3530 1399
christian.kuendig@fitchratings.com

Jonathan Lee (Asia-Pacífico)
+886 2 8175 7601
jonathan.lee@fitchratings.com

Verónica Chau Rodríguez (Latinoamérica)
+52 81 8399 9169
veronica.chau@fitchratings.com

Los factores clave de calificación del soporte gubernamental son:

- capacidad del soberano para proveer soporte;
- propensión del soberano para proveer soporte al sector no bancario específico;
- propensión del soberano para proveer soporte a una institución financiera no bancaria específica.

Los factores clave de calificación del soporte de los accionistas son:

- capacidad de la matriz para proveer soporte;
- propensión de la matriz para proveer soporte;
- obligaciones/limitaciones legales y regulatorias.

Para obtener información sobre el marco de soporte, [haga clic aquí](#).

IV. Calificaciones de Emisiones

Las calificaciones de emisiones para instrumentos sénior, subordinados/híbridos y otros instrumentos de las instituciones financieras no bancarias incorporan una evaluación tanto de la probabilidad de incumplimiento (o riesgo de “impago”) de la obligación específica y (para calificaciones de largo plazo de instrumentos de deuda asignadas) de las recuperaciones potenciales para los acreedores en caso de incumplimiento/impago. Para obtener más información, [haga clic aquí](#).

V. Anexos

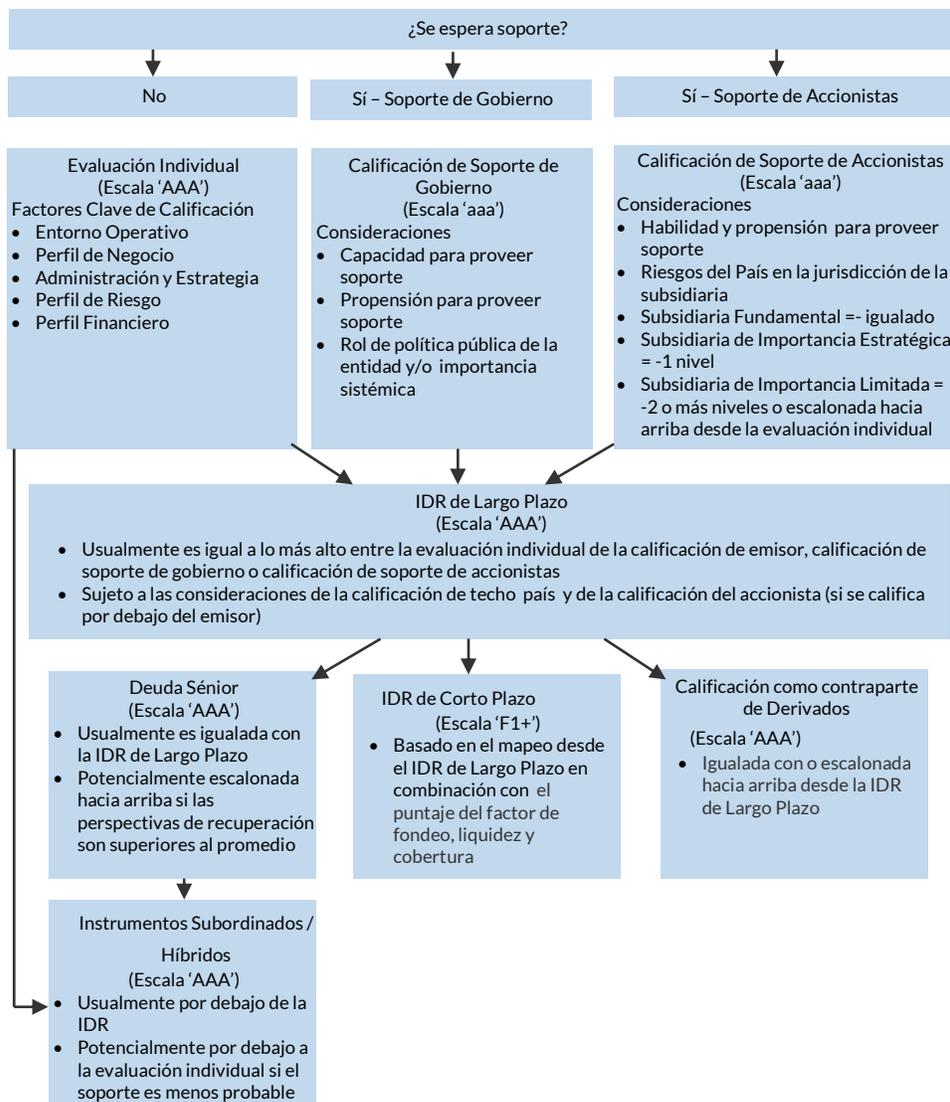
[Haga clic aquí](#) para obtener información adicional sobre aspectos específicos de la metodología de calificación de instituciones financieras no bancarias, un resumen de los valores de referencia y las medidas cuantitativas por subsector de instituciones financieras no bancarias e información sobre ciertos procedimientos de calificación.

I. Marco de las Calificaciones

Esta sección brinda una visión general de las calificaciones en escala internacional y nacional asignadas a instituciones financieras no bancarias y sus emisiones, e indica lo que las distintas calificaciones miden, cuándo se asignan, las escalas sobre las cuales se asignan y cómo se determinan, en términos generales, los niveles de calificación. En esta sección se revisan en primer lugar las calificaciones de los emisores de instituciones financieras no bancarias y, posteriormente, las calificaciones de emisión. Una versión simplificada del marco se presenta en el diagrama siguiente.

I.1. Calificaciones de Riesgo Emisor de Largo Plazo

Marco de Calificaciones de Instituciones Financieras No Bancarias (Simplificado)



IDR - Calificación de riesgo emisor; siglas en inglés.
Fuente: Fitch Ratings.

Lo que Miden

Las IDR para las instituciones financieras no bancarias y para los emisores de otros sectores expresan la opinión de Fitch sobre la vulnerabilidad relativa de una entidad al incumplimiento de sus obligaciones financieras. El riesgo de incumplimiento planteado por la IDR es generalmente el de las obligaciones financieras cuya falta de pago “reflejaría mejor el incumplimiento no subsanado de esa entidad”.

Para una pequeña población de instituciones financieras no bancarias, en su mayoría prudentemente reguladas, Fitch considera que las obligaciones cuya falta de pago reflejaría mejor el incumplimiento no subsanado son generalmente obligaciones sénior con terceros acreedores no gubernamentales. Para el universo más grande de otras instituciones financieras no bancarias, Fitch considera por lo general que la falta de pago, tanto de obligaciones sénior como de obligaciones subordinadas a terceros acreedores no gubernamentales (incluido un canje forzoso de deuda), reflejaría el incumplimiento no subsanado del emisor. Por lo tanto, para

la mayoría de las instituciones financieras no bancarias, únicamente ciertos instrumentos híbridos que permiten contractualmente el impago mientras sea un negocio en marcha (por ejemplo, diferimiento de cupones) podrían estar fuera del alcance de la IDR. Para obtener más información, consulte el Anexo 1.

Cuándo Se Asignan

Las IDR de largo plazo se asignan prácticamente a todas las instituciones financieras no bancarias con calificaciones internacionales. Las excepciones principales son casos raros en que una entidad emite exclusivamente deuda de corto plazo y, por lo tanto, se le asigna únicamente una IDR de corto plazo.

Cuando Fitch considera que es útil resaltar por separado el nivel de riesgo de incumplimiento de obligaciones en moneda extranjera y moneda local, puede asignar a una institución financiera no bancaria IDR independientes de largo plazo en moneda extranjera (ME) y moneda local (ML). Esto se puede realizar, por ejemplo, cuando la agencia considera que hay una diferencia sustancial en el riesgo de incumplimiento de obligaciones en distintas monedas (por motivos intrínsecos o de soporte, o dado un riesgo mayor de restricciones legales en el servicio de la deuda en moneda extranjera) o cuando la asignación de una IDR en ML es tomada como parte del proceso para derivar una calificación nacional de una institución financiera no bancaria (consulte la Sección I.8).

En Qué Escala

Las IDR de largo plazo se asignan en la escala 'AAA' (ver tabla de la derecha).

Cómo Se Determinan

Fitch generalmente adopta un enfoque de "el más alto de" en la asignación de las IDR de largo plazo a instituciones financieras no bancarias. Específicamente, la agencia primero determina el nivel de la IDR de largo plazo que una institución financiera no bancaria podría obtener con base únicamente en su fortaleza financiera individual (consulte la [Sección II, Evaluación Individual](#)) o con base solamente en soporte (consulte la [Sección III, Soporte](#)), ya sea soporte gubernamental o soporte de los accionistas. Fitch entonces (casi siempre) asigna a la institución financiera (FI; siglas en inglés) la IDR de largo plazo que resulte mayor de estos dos niveles, en ausencia de limitaciones extraordinarias representadas por el techo país.

En algunas instancias los perfiles de crédito de instituciones financieras no bancarias pueden deteriorarse relativamente rápido, mientras que en otras instancias pueden permanecer fundamentalmente débiles por periodos relativamente extendidos (por ejemplo, en países en los que el soberano está calificado muy bajo, pero es relativamente estable). El uso de los modificadores '+' o '-' en el rango 'CCC' es más probable para el segundo caso que para el primero.

En caso de que exista soporte de los accionistas, la IDR de largo plazo se basa en la opinión de Fitch sobre la importancia estratégica de la entidad para su matriz y en una evaluación de la propensión y capacidad de la matriz para brindar soporte a la subsidiaria. En muchos casos, como en el caso de algunas empresas financieras cautivas, Fitch no puede formar una opinión de calificación individual sobre la institución financiera no bancaria subsidiaria cuando hay altos niveles de integración financiera, operativa y de gestión con la matriz. Por ejemplo, si la posición de franquicia de la subsidiaria está muy correlacionada con la de la matriz o el acceso de la subsidiaria al fondeo depende en gran medida de la matriz, esto puede limitar la capacidad de Fitch de asignar una calificación individual a la subsidiaria.

Si la subsidiaria es pequeña y tiene un tamaño poco importante en comparación con la matriz, esto también puede limitar la capacidad de Fitch de asignar una calificación individual a la subsidiaria. Las calificaciones individuales no son comúnmente asignadas a instituciones de desarrollo u otras instituciones financieras no bancarias cuyas operaciones estén ampliamente determinadas por sus roles de política (por ejemplo, tienen operaciones comerciales limitadas).

En ciertas circunstancias, la IDR de largo plazo en moneda extranjera de las instituciones financieras no bancarias también puede estar restringida a un nivel por debajo de aquel definido por el enfoque de "el más alto de". Esto ocurre cuando la evaluación individual de la institución financiera no bancaria es mayor que el techo país de la jurisdicción en la que está domiciliada y el techo país restringe la IDR de largo plazo de la institución financiera no bancaria. Una GSR o

Escala de IDR de Largo Plazo	
Categoría	Breve descripción
AAA	La calidad crediticia más alta
AA	Calidad crediticia muy alta
A	Calidad crediticia alta
BBB	Calidad crediticia buena
BB	Calidad crediticia especulativa
B	Calidad crediticia altamente especulativa
CCC	Riesgo crediticio sustancial
CC	Niveles muy altos de riesgo crediticio
C	Niveles excepcionalmente altos de riesgo crediticio
RD	Incumplimiento restringido
D	Incumplimiento

Los modificadores '+' o '-' se pueden agregar a una calificación para denotar el estado relativo dentro de las categorías de 'AA' a 'CCC'. Haga clic [aquí](#) para obtener descripciones completas de cada categoría de calificación.
Fuente: Fitch Ratings.

SSR de institución financiera no bancaria (a diferencia de la evaluación individual) ya captura las restricciones (el riesgo de restricciones de transferencia y convertibilidad) reflejadas en el techo país, por lo que no se asignaría en un nivel que implique una IDR de largo plazo más alta que el techo país.

En raras ocasiones, el IDR de una institución financiera no bancaria podría estar por encima del nivel implícito en su evaluación individual. Esto podría ocurrir si la institución financiera no bancaria tuviera suficientes niveles de pasivos de menor clasificación por debajo de los pasivos de referencia para su IDR, los cuales podrían ser reestructurados o rescatados internamente (*bailed-in*) para recapitalizar a la institución financiera no bancaria sin que los pasivos de referencia para sus IDR sufrieran un incumplimiento. Al determinar la suficiencia de sus reservas o colchones, Fitch utilizará los mismos principios de “deuda calificada júnior” establecidos en la “Metodología de Calificación de Bancos”.

Por lo general, las IDR en ML se consideran como un reflejo de la calidad crediticia subyacente de la empresa e incluyen riesgos económicos/políticos, así como de liquidez y tipo de cambio. Si bien la IDR en ML mide la probabilidad de pago en la moneda de la jurisdicción correspondiente, no tiene en consideración la posibilidad de que no se pueda convertir la moneda local en moneda extranjera o hacer transferencias entre jurisdicciones de soberanos (es decir, riesgos de transferencia y convertibilidad).

Es importante destacar que la IDR en ML incorpora la probabilidad de incumplimiento de todas las obligaciones de deuda de un emisor (en moneda local y extranjera) en ausencia de riesgos de transferencia y convertibilidad. Esto toma en cuenta la probabilidad de que un emisor bajo estrés incumpla todas las obligaciones y no escoja instrumentos de deuda específicos para incumplir. Por lo tanto, cuando la IDR en ML está al nivel del techo país o por debajo de este, la IDR en ML y la IDR en ME se mantendrán iguales prácticamente todo el tiempo.

I.2. Calificaciones de Riesgo Emisor de Corto Plazo

Lo que Miden

Al igual que para los emisores de otros sectores, las IDR de corto plazo reflejan la vulnerabilidad de las instituciones financieras no bancarias de incumplir en el corto plazo. Para las instituciones financieras no bancarias y para la mayoría de los demás emisores, el “corto plazo” significa normalmente hasta 13 meses.

Cuándo Se Asignan

Las IDR de corto plazo se asignan a todas las instituciones financieras no bancarias que tienen IDR de largo plazo, excepto cuando un emisor no tiene, y no se espera que tenga, obligaciones de corto plazo relevantes. El instrumento de corto plazo más comúnmente calificado por Fitch en el área de instituciones financieras no bancarias es el papel comercial (PC).

En Qué Escala

Las IDR de corto plazo se asignan en una escala de siete puntos (ver tabla de la derecha).

Cómo se Determinan

Las IDR de corto plazo casi siempre se asignan de conformidad con una tabla de correspondencia entre las IDR de largo y corto plazo (ver tabla de la derecha). Como se describe en esta metodología, el factor de fondeo, liquidez y cobertura representa la evaluación de Fitch de los riesgos a corto plazo de una institución financiera no bancaria. Fitch utiliza la evaluación del factor de fondeo, liquidez y cobertura (punto medio de la banda de tres niveles), según se describe en las distintas subsecciones de este informe, como el principal determinante de si la IDR “base” o “más alta” de corto plazo se asigna en los puntos cúspide.

Escala de IDR de Corto Plazo

Categoría	Breve descripción
F1	La calidad crediticia de corto plazo más alta
F2	Calidad crediticia de corto plazo buena
F3	Calidad crediticia de corto plazo justa
B	Calidad crediticia de corto plazo especulativa
C	Riesgo de incumplimiento de corto plazo alto
RD	Incumplimiento restringido
D	Incumplimiento

Un modificador ‘+’ se puede agregar a la calificación ‘F1’ para indicar una calidad crediticia excepcionalmente fuerte. Haga clic [aquí](#) para obtener descripciones completas de cada categoría de calificación.
Fuente: Fitch Ratings.

Correspondencia de Calificaciones

Calificación de Largo Plazo	Calificación de Corto Plazo
De AAA a AA-	F1+
A+	F1 o F1+
A	F1 o F1+
A-	F2 o F1
BBB+	F2 o F1
BBB	F3 o F2
BBB-	F3
De BB+ a B-	B
De CCC a C	C
RD	RD
D	D

Los modificadores ‘+’ o ‘-’ se pueden agregar a una calificación para denotar el estado relativo dentro de las categorías de ‘AA’ a ‘CCC’. Haga clic [aquí](#) para obtener descripciones completas de cada categoría de calificación.
Fuente: Fitch Ratings.

Evaluación Mínima del Subfactor de Fondeo, Liquidez y Cobertura de la Institución Financiera No Bancaria para Lograr una Mayor Calificación de Corto Plazo

Calificación de Corto Plazo	Evaluación Mínima de Fondeo, Liquidez y Cobertura
F1+	aa-
F1	a
F2	bbb+

Fuente: Fitch Ratings.

En los casos en que una compañía operativa y su controladora están reguladas conjuntamente y la liquidez es fungible, Fitch puede asignar la misma calificación de corto plazo a ambas entidades, según la visión de Fitch del perfil consolidado de fondeo, liquidez y cobertura. Sin embargo, en los casos en los que una compañía operativa tiene una mayor prioridad sobre los recursos de liquidez de la compañía controladora o cuando la liquidez puede no estar disponible para la controladora (por ejemplo, debido a restricciones normativas sobre los flujos de capital o si se trata de un entorno limitado o existen otras protecciones estructurales para preservar suficientes recursos de liquidez disponibles a nivel de la compañía operativa).

Cuando la IDR de largo plazo se deriva de soporte, normalmente se asigna lo que resulte mayor entre las dos posibles IDR de corto plazo cuando el emisor sea calificado por debajo de la entidad que provee soporte. Esto se debe a que Fitch generalmente observa la propensión a proveer soporte como más certeza en el corto plazo.

Cuando la IDR de largo plazo se deriva de soporte gubernamental, Fitch considera el potencial del deterioro simultáneo en el perfil de liquidez tanto del soberano como de la institución financiera no bancaria, incluso en moneda extranjera. Cuando Fitch considera que el riesgo de "dirección equivocada" es significativo o ha identificado otros posibles obstáculos para el flujo rápido de fondos, Fitch asigna las IDR base o más bajas de corto plazo para que reflejen el potencial de que el soberano pague sus obligaciones directas antes de proporcionar soporte al sector financiero.

Cuando la IDR de largo plazo está impulsada por el soporte de los accionistas, Fitch normalmente asigna la IDR de corto plazo más alta cuando la tabla de correspondencia lo permite, dado que la propensión a brindar soporte, en general, es más segura en el corto plazo. Una excepción a esto podría ser cuando la subsidiaria tiene debilidades en la gestión de riesgo "individual" o si Fitch ha identificado posibles obstáculos en el flujo oportuno de fondos a la subsidiaria de parte del proveedor de soporte (por ejemplo, la naturaleza del rol de la subsidiaria en el grupo o los factores regulatorios o jurisdiccionales pueden crear posibles obstáculos para el soporte).

La calificación de corto plazo de la entidad que recibe el soporte no será mayor que la calificación de corto plazo real o implícita del proveedor de soporte [excepto en los casos en que una entidad con soporte institucional tenga una calificación más alta debido al escalonamiento o anillo de protección (*ring-fencing*) de la controladora].

I.3. Calificaciones de Viabilidad

Lo que Miden

Únicamente en ocasiones excepcionales se asignan calificaciones de viabilidad (VR; siglas en inglés) a las instituciones financieras no bancarias. Las VR se usan principalmente para medir la calidad crediticia intrínseca de un banco de manera individual, sin el beneficio de soporte gubernamental o de accionistas. Como las instituciones financieras no bancarias normalmente no tienen la influencia sistémica de un banco, por lo general, no tienen el potencial para recibir soporte gubernamental. En consecuencia, la medición del PCI de una institución financiera no bancaria está incluida a menudo en la IDR de largo plazo.

Fitch asignará VR a instituciones financieras no bancarias solo en ciertas circunstancias, como para ayudar en la transparencia cuando las IDR se derivan de soporte gubernamental externo o cuando la entidad tiene las características de un banco (incluido el potencial de licencias bancarias y una base de depósitos), pero Fitch considera que, en última instancia, la metodología

de las instituciones financieras no bancarias es el principal determinante del análisis. Si se asigna una VR a una institución financiera no bancaria, sería de acuerdo con la metodología y los estándares aplicables para determinar el PCI de ese tipo de entidad, según se describe en este informe de metodología. Para obtener más información sobre las VR, consulte la metodología “Bank Rating Criteria” (“Metodología de Calificación de Bancos”).

Cuándo Se Asignan

Las VR pueden asignarse a instituciones financieras no bancarias cuando Fitch espera que la entidad sea beneficiaria de soporte gubernamental, ya sea por su importancia sistémica o su rol de política, y cuando Fitch también cree que tiene suficiente información para determinar el perfil de riesgo crediticio individual de la entidad, independientemente de los atributos del proveedor de soporte gubernamental asociado.

Las VR pueden también asignarse a una institución financiera no bancaria cuando Fitch espera que la entidad se beneficie de soporte de los accionistas y también cree que tiene información suficiente para determinar el perfil de riesgo crediticio individual de la entidad, independientemente de los atributos del proveedor de soporte de los accionistas asociado.

En la práctica, es poco común que se asignen VR a instituciones financieras no bancarias con soporte de los accionistas dados los retos asociados con la determinación del perfil de riesgo crediticio individual de la entidad, de forma independiente de los atributos del patrocinador institucional asociado, sobre todo si incluyen la franquicia individual y el perfil de fondeo de la entidad. Además, una institución financiera no bancaria rara vez muestra límites estructurales o regulatorios en flujos de capital hacia sus compañías matrices, cuya ausencia incrementa la probabilidad de que el perfil de riesgo crediticio de la entidad esté correlacionado con el de su matriz, en vez de apropiadamente expresado de forma individual. Las restricciones regulatorias en flujos de capital impuestas en ciertas compañías de infraestructura del mercado financiero son un ejemplo en el que una VR podría acompañar una IDR derivada de soporte de los accionistas .

Atributos que Probablemente Restringen la Capacidad de Fitch de Presentar una Visión Crediticia Individual de las Instituciones Financieras No Bancarias con Soporte

Atributo	Justificación
La posición de franquicia de la subsidiaria está muy correlacionada con la de la matriz.	La posición de franquicia individual de la subsidiaria no se puede determinar adecuadamente.
Existen altos niveles de integración financiera, operativa y de gestión con la matriz.	El perfil financiero individual o la administración y estrategia de la subsidiaria no se pueden determinar adecuadamente.
El acceso de la subsidiaria al financiamiento depende en gran medida de la matriz.	La capacidad de la subsidiaria de acceder de forma independiente al financiamiento externo no se ha demostrado o no se puede confiar lo suficiente en ella en el contexto de una evaluación individual.
La subsidiaria es pequeña y tiene un tamaño irrelevante en comparación con la matriz.	No se puede determinar adecuadamente la capacidad de la subsidiaria de operar económicamente por sí sola , menos aún de forma viable.
Las operaciones de la subsidiaria están determinadas en gran medida por sus roles políticos (es decir, tienen operaciones comerciales limitadas).	La capacidad de la subsidiaria de suscribir y gestionar el riesgo en un contexto comercial no se puede determinar adecuadamente.

Fuente: Fitch Ratings.

I.4. Calificaciones de Soporte Gubernamental

Lo que Miden

Las GSR de Fitch reflejan el punto de vista de la agencia sobre la probabilidad de que una institución financiera no bancaria reciba soporte gubernamental extraordinario, en caso de necesitarlo, para prevenir que incumpla. El soporte gubernamental extraordinario proviene por lo general de las autoridades nacionales del país donde se localiza. Sin embargo, en algunas circunstancias, las GSR también pueden reflejar el soporte potencial de otras fuentes, por ejemplo, instituciones financieras internacionales o gobiernos regionales.

En algunos casos, Fitch puede considerar que la probabilidad de que una institución financiera no bancaria reciba soporte externo es sustancialmente diferente en relación con sus obligaciones en moneda extranjera y local. Esto puede ocurrir, por ejemplo, cuando el soberano que es el proveedor potencial del soporte tiene en sí IDR en moneda extranjera y en moneda

local asignadas en diferentes niveles. En dichos casos, la GSR de una institución financiera no bancaria se asignará con base en las obligaciones con menos probabilidad de que se les brinde soporte (usualmente, aquellas en moneda extranjera), mientras que las IDR en moneda extranjera y en moneda local de la institución financiera no bancaria se pueden asignar en diferentes niveles para reflejar la diferencia en el riesgo.

Las GSR no se refieren específicamente al riesgo de transferencia y convertibilidad de todas y cada una de las jurisdicciones en que una institución financiera no bancaria opera ni reflejan los riesgos de resolución específicos de la jurisdicción.

Cuándo Se Asignan

Las GSR se pueden asignar a instituciones financieras no bancarias que Fitch espera que sean beneficiarias del soporte gubernamental o subnacional cuando Fitch crea que una GSR aumenta la transparencia de nuestro enfoque analítico.

En Qué Escala

Las GSR se asignan en una escala de 'aaa'.

Cómo Se Determinan

La metodología de Fitch para evaluar la probabilidad de soporte gubernamental externo de una institución financiera no bancaria se describe en la [Sección III](#) de este informe, en resumidas cuentas, Fitch analizará tanto la capacidad y la propensión de la entidad de soporte de brindar asistencia al emisor.

I.5. Calificaciones de Soporte de los Accionistas

Lo que Miden

Las SSR de Fitch reflejan la opinión de la agencia acerca de la probabilidad de que una institución financiera no bancaria calificada reciba soporte extraordinario de los accionistas, en caso de necesitarlo, para prevenir incumplimiento.

En algunos casos, Fitch puede considerar que la probabilidad de que una institución financiera no bancaria reciba el apoyo de los accionistas es sustancialmente diferente frente a sus obligaciones en moneda local y moneda extranjera. Esto puede suceder, por ejemplo, cuando el proveedor de soporte potencial tiene una IDR en moneda local y extranjera asignadas en diferentes niveles. En tales casos, el SSR de la institución financiera no bancaria se asignará con base en las obligaciones que tienen menos probabilidades de ser respaldadas (por lo general, aquellas en moneda extranjera), mientras que las IDR en moneda local y moneda extranjera de la institución financiera no bancaria pueden asignarse en diferentes niveles para reflejar la diferencia de riesgo.

Las SSR no abordan específicamente el riesgo de transferencia y convertibilidad para todas y cada una de las jurisdicciones extranjeras en las que opera una institución financiera no bancaria, ni reflejan los riesgos de resolución específicos de la jurisdicción.

Cuándo Se Asignan

Las SSR se asignan a instituciones financieras no bancarias que Fitch espera que sean beneficiarias del apoyo de los accionistas.

En Qué Escala

Las SSR se asignan en la escala de calificación 'aaa'.

Cómo Se Determinan

La metodología de Fitch para evaluar la probabilidad de soporte externo del accionista para una institución financiera no bancaria se define en la [Sección III.1](#) de este informe. Fitch analizará tanto la capacidad como la propensión de la entidad de soporte de proveer apoyo al emisor.

I.6. Calificaciones de Contrapartes de Derivados

Lo que Miden

En algunas jurisdicciones, los desarrollos en los marcos de resolución o marcos de insolvencia significan que la vulnerabilidad para el incumplimiento en un contrato de derivados podría ser más baja que la vulnerabilidad para el incumplimiento en otros pasivos sénior, incluso en los

igualmente calificados. Esto podría deberse a que los derivados gozan de preferencia legal sobre la deuda sénior o debido a poderes otorgados a autoridades de resolución para tratar de manera diferente a obligaciones de la misma calificación.

Las DCR son calificaciones a nivel del emisor y expresan la opinión de Fitch sobre la vulnerabilidad relativa de incumplimiento de una institución financiera no bancaria, debido a la incapacidad de pagar en cualquier contrato de derivados con contrapartes externas no gubernamentales. Las “permanencias” de corto plazo en derivados en los inicios de un proceso de resolución no serán consideradas como un incumplimiento.

La vulnerabilidad para incumplir puede variar incluso dentro de esta clase de exposición (por ejemplo, exposición a derivados colateralizados o derivados compensados que sean menos vulnerables a incumplimiento que los no colateralizados). Las DCR abordan la vulnerabilidad para incumplir en el tipo más riesgoso de exposición de contraparte, que Fitch asume, ya sea conjunta o aisladamente, que será una exposición a derivado no colateralizado.

A menos que Fitch explícitamente asigne calificaciones a nivel de subsidiaria extranjera, las DCR se aplican tanto a pasivos por derivados nacionales relevantes como a aquellos originados por subsidiarias extranjeras. Sin embargo, no abordan específicamente el riesgo de transferencia y convertibilidad de todas y cada una de las jurisdicciones extranjeras en las que una institución financiera no bancaria opera ni reflejan los riesgos de resolución de la jurisdicción específica.

Cuándo Se Asignan

Fitch solamente asigna DCR a ciertas instituciones financieras no bancarias que puedan estar sujetas a resoluciones en jurisdicciones específicas en las que: i) Fitch considere que las contrapartes de derivados puedan ser capaces de evitar el incumplimiento cuando otros acreedores sénior sufran incumplimiento (por ejemplo, debido a un régimen de resolución efectivo o clara preferencia legal por contrapartes de derivados), y ii) un emisor actúa como una contraparte notable de derivados, nacional o internacionalmente, actúa como contraparte de derivados en transacciones calificadas por Fitch (por ejemplo, financiamiento estructurado) o cuando Fitch entiende de alguna manera que existe interés de mercado.

Dado que las instituciones financieras no bancarias rara vez se benefician de marcos de resolución formalizados comparables como los bancos, Fitch espera que la aplicación de las DCR a instituciones financieras no bancarias individuales se limite a un pequeño número de corredores de bolsa y FMI.

En Qué Escala

Las DCR se asignan en la escala ‘AAA’ pero con un sufijo ‘(dcr)’ (véase tabla de la derecha).

Cómo Se Determinan

Las DCR se escalonan hacia arriba a partir de la IDR de largo plazo de un emisor si las obligaciones sénior de igual rango se escalonan hacia arriba a partir de la IDR de largo plazo de un emisor para reflejar un riesgo de incumplimiento menor que el riesgo capturado por la IDR de largo plazo del emisor. De lo contrario, se alinean con la IDR de largo plazo de un emisor.

Así como las IDR, las DCR están sujetas a los techos país y otras restricciones soberanas, por ejemplo, relacionadas con el riesgo de intervención (como se describe en el [Anexo 3: Calificando IFNB por Encima del Soberano](#)).

I.7. Calificaciones de Emisión

Lo que Miden

Las calificaciones de emisión de las instituciones financieras no bancarias, al igual que las de otros sectores financieros corporativos, reflejan la opinión de Fitch del nivel general de riesgo crediticio ligado a compromisos financieros específicos, generalmente títulos valores. Este punto de vista incorpora una evaluación de la probabilidad de incumplimiento (o riesgo de “impago” en el caso de instrumentos subordinados/híbridos) de la obligación específica y de las recuperaciones potenciales para los acreedores en caso de incumplimiento/impago. Las calificaciones de emisión de corto plazo de una institución financiera no bancaria, como las de otros sectores, únicamente incorporan una evaluación del riesgo de incumplimiento del instrumento.

Escala de Calificación de Contraparte de Derivados

Categoría	Breve descripción
AAA(dcr)	La calidad crediticia más alta
AA(dcr)	Calidad crediticia muy alta
A(dcr)	Calidad crediticia alta
BBB(dcr)	Calidad crediticia buena
BB(dcr)	Calidad crediticia especulativa
B(dcr)	Calidad crediticia altamente especulativa
CCC(dcr)	Riesgo crediticio sustancial
CC(dcr)	Niveles muy altos de riesgo crediticio
C(dcr)	Niveles excepcionalmente altos de riesgo crediticio
RD(dcr)	Incumplimiento restringido
D(dcr)	Incumplimiento

Los modificadores ‘+’ o ‘-’ se pueden agregar a una calificación para denotar el estado relativo dentro de las categorías de ‘AA’ a ‘CCC’. Haga clic [aquí](#) para obtener descripciones completas de cada categoría de calificación.
Fuente: Fitch Ratings.

El impago de instrumentos subordinados/híbridos por parte de una institución financiera no bancaria se define como cualquiera de los siguientes:

- la falta (omisión o aplazamiento) de un cupón o distribución similar;
- la conversión contingente en un instrumento más júnior en detrimento del inversionista (que no sea a opción del inversionista);
- el castigo, la cancelación, la conversión o la falta de pago de capital;
- un canje forzoso de deuda.

Cuándo Se Asignan

Las calificaciones de emisión se pueden asignar a obligaciones individuales o programas de deuda de instituciones financieras no bancarias.

En Qué Escala

Las emisiones de una institución financiera no bancaria con un vencimiento inicial de más de 13 meses se califican generalmente en la escala de largo plazo, mientras que a las emisiones con un vencimiento inicial de menos de 13 meses, generalmente, se les asignan calificaciones en la escala de corto plazo. El hecho de que Fitch califique las emisiones en la escala de corto o de largo plazo también dependerá de las convenciones de mercado y de la regulación local.

Cuando una institución (o corporación) financiera no bancaria tiene una IDR de largo plazo de 'B+' o menor, Fitch a menudo también asigna una calificación de recuperación (RR; siglas en inglés) a las emisiones de la entidad calificadas en la escala de largo plazo. Las RR brindan una transparencia mayor sobre el componente de recuperación de la evaluación de Fitch respecto del riesgo crediticio de los títulos valores de los emisores con calificaciones bajas.

Cómo Se Determinan

Para las emisiones de largo plazo de las instituciones financieras no bancarias, Fitch determina primero la probabilidad de incumplimiento/impago de la obligación específica, lo que se mide con la escala de calificación de largo plazo 'AAA'. Se evalúa si está alineada con la IDR de largo plazo del deudor o en un nivel por debajo de esta, lo que sirve como "calificación de referencia" para la calificación de emisión.

Habiendo establecido el nivel del riesgo de incumplimiento/impago de la emisión, Fitch entonces puede ajustar el mismo al alza o a la baja para llegar a la calificación de la emisión si la agencia considera que el instrumento tiene prospectos de recuperación por encima o por debajo del promedio. Cuando se considera que los prospectos de recuperación son promedio, la calificación de emisión estará alineada con la evaluación del riesgo de incumplimiento/impago. El alcance de un ajuste potencial al alza/a la baja en la calificación de emisión con base en los prospectos de recuperación del instrumento se muestra en la tabla de "Escala de Calificaciones de Recuperación" de la página 111.

El enfoque de Fitch para asignar calificaciones de emisión a las diferentes clases de valores emitidos por las instituciones financieras no bancarias se describe en la [Sección IV](#) de este informe.

I.8. Calificaciones a Escala Nacional

Lo que Miden

Las calificaciones en escala nacional son una opinión de la calidad crediticia relativa al universo de emisores y emisiones dentro de un mismo país.

Cuándo Se Asignan

Las calificaciones en escala nacional se utilizan con mayor frecuencia en países de mercados emergentes con calificaciones soberanas sin grado de inversión o con grado de inversión bajo en la escala internacional.

En Qué Escala

Las calificaciones en escala nacional son asignadas en las escalas de calificación de largo plazo ('AAA') y de corto plazo ('F1'), pero con un sufijo de país para identificarlas como calificaciones en escala nacional. Las emisiones transfronterizas tienen el sufijo del país en el que la deuda se

emitió en vez del sufijo del país del domicilio del emisor. En algunos países de unión monetaria, un sufijo de un solo país puede ser aplicado (por ejemplo, el sufijo ‘za’ para las calificaciones nacionales de Sudáfrica y Namibia).

Cómo Se Determinan

Las calificaciones nacionales se asignan sobre la base de que los “mejores créditos o emisores” en el país tienen calificación ‘AAA’ en la escala nacional. Por lo tanto, las calificaciones nacionales se evalúan con el espectro completo de la escala nacional en función de un análisis comparativo de los emisores calificados mediante el uso de la misma escala nacional, con el fin de establecer una jerarquía relativa de calidad crediticia.

Fitch utiliza la “Metodología de Calificación de Instituciones Financieras No Bancarias” para asignar calificaciones en escala nacional a instituciones financieras no bancarias, ya que describe cómo Fitch evalúa los factores cualitativos y cuantitativos relevantes que reflejan el perfil de riesgo de los emisores y sus obligaciones financieras. El proceso de evaluación de calificación utiliza el mismo marco de calificación que para calificaciones internacionales, es decir, una combinación de análisis intrínseco y de soporte externo.

Fitch adopta los siguientes pasos para asignar calificaciones en escala nacional:

1. Ya sea usando pares internacionales o nacionales como un punto de inicio, se lleva a cabo un análisis comparativo usando los factores cualitativos y cuantitativos de la “Metodología de Calificación de Instituciones Financieras No Bancarias”. Este proceso facilita un posicionamiento inicial relativo y una clasificación de riesgo crediticio respecto de otros emisores pares dentro de un país o internacionalmente.
2. Fitch utiliza tablas de equivalencia, cuando es relevante, para asegurar que se mantengan las relatividades entre emisores en la escala internacional y en la escala de calificación nacional de largo plazo específica de cada país, que es una escala más detallada.
3. Cuando son asignadas, las calificaciones nacionales de corto plazo son entonces determinadas usando el mismo proceso y principios descritos en la sección I.2 de este informe. Las calificaciones de emisión de corto plazo en escala nacional se alinean con la calificación nacional del emisor de corto plazo de una institución financiera no bancaria, a menos que haya circunstancias excepcionales (por ejemplo, una emisión específica garantizada por un tercero).
4. Las calificaciones de deuda de largo plazo en escala nacional están alineadas con o escalonadas a partir de la calificación nacional de largo plazo de un emisor, usando el mismo marco descrito en la sección IV de este informe.

Fitch no publica “Navegadores de Calificación” de las calificaciones nacionales.

II. Evaluación Individual

Al evaluar el perfil individual de una institución financiera no bancaria, Fitch analiza cinco factores clave: el entorno operativo, el perfil de negocio, la administración y la estrategia, el perfil de riesgo y el perfil financiero. Fitch asigna un nivel específico (*notch-specific*) en la escala ‘aaa’ a cada uno de estos factores y para los subfactores de cada una de estas categorías. Si bien los enfoques analíticos para los primeros tres factores son relativamente comunes en todos los bancos e instituciones financieras no bancarias, la evaluación del perfil de riesgo y del perfil financiero de una compañía es más propio del subsector en el que opera la empresa.

Consideraciones Clave del Marco de Calificación de Riesgo Emisor

	Sociedades de Corretaje de Valores	Administradores de Inversiones (IM) ^a	BDC	Empresas Financieras y de Arrendamiento ^b	FMI
Entorno Operativo	Evaluación implícita derivada de dos métricas fundamentales, el PIB per cápita y la clasificación (<i>ranking</i>) en el Índice de Riesgo Operativo de Fitch Solutions.				
Perfil de negocio	Franquicia, Modelo de Negocio y Estructura Organizacional				
Administración y Estrategia	Calidad de la Administración, Gobierno Corporativo, Objetivos Estratégicos y Ejecución				

Perfil de riesgo	Riesgo Operativo	Riesgo Operativo (IM, IF)/Estándares de Suscripción (IC)	Estándares de Originación	Estándares de Originación	Riesgos Operativos, de Reputación y Legales
		Controles de Riesgo	Controles de Riesgo	Controles de Riesgo	Controles de Riesgo
	Crecimiento				
	Riesgo de Mercado	Riesgo de Mercado y de Contraparte	Riesgo de Mercado	Riesgo de Mercado	Gestión de Riesgos de Contraparte
Perfil Financiero	Calidad de Activos	Rendimiento de Activos (IM, IC, IF)/Calidad de Activos (IC)	Calidad de Activos	Calidad de Activos	Exposición a contraparte
	Ganancias y Rentabilidad				
	Capitalización y Apalancamiento				
	Fondeo, Liquidez y Cobertura				

^a Incluye administradores de inversiones (IM; siglas en inglés) tradicionales y alternativas, compañías de inversiones (IC; siglas en inglés) y fondos de inversión (IF; siglas en inglés). ^b Incluye fideicomisos de inversión inmobiliaria hipotecaria.

^c No implica que no se tengan en cuenta los controles de riesgo, sino que la evaluación se incluya en las secciones "Riesgos Operativos, de Reputación y Legales" y "Gestión de Riesgos de Contraparte". n.a. - No aplica.

Fuente: Fitch Ratings.

Puede haber casos en los que la evaluación del perfil crediticio de una entidad incluya componentes de las metodologías de instituciones financieras no bancarias y de bancos. Por ejemplo, varias entidades no bancarias se han transformado en empresas controladoras bancarias/financieras o adquirieron subsidiarias bancarias desde la crisis financiera en un esfuerzo por tener acceso a un fondeo de depósitos más estable. Algunos ejemplos incluyen a compañías de tarjetas de crédito, empresas de financiamiento de autos, prestadores comerciales, corredores de bolsa y gestores de patrimonio (*wealth managers*). En estos casos, Fitch considera la manera en que el perfil crediticio de la entidad se compara con los bancos y las instituciones financieras no bancarias que realizan actividades similares. Los atributos que probablemente lleven a Fitch a aplicar la "Metodología de Calificación de Bancos" como la metodología principal para evaluar a un emisor incluyen estar sujeto a requisitos/supervisión regulatorios bancarios prudenciales, una confianza significativa en el fondeo de depósitos y/o un modelo comercial enfocado principalmente en actividades similares a las de un banco. El grado en que un emisor está sujeto a los requisitos regulatorios bancarios puede, por sí mismo, ser suficiente para aplicar la metodología de calificación de bancos como metodología principal. En cualquier caso, Fitch esperaría designar la metodología principal en el comentario de acción de calificación relacionado y, si es pertinente, en el "Navegador de Calificación".

Todos los factores son relevantes para determinar el perfil de riesgo crediticio individual de una institución financiera no bancaria, pero su importancia relativa varía de una institución a otra dependiendo del entorno operativo y las características de cada institución y puede cambiar con el tiempo. Por ello, Fitch no asigna ponderaciones fijas a cada factor, sino que asigna la importancia relativa de cada factor clave de calificación en la determinación del perfil de riesgo crediticio individual de una institución dada. Fitch generalmente publica el indicador de importancia relativa, así como el indicador de tendencia/perspectiva para cada factor clave de calificación y cada subfactor de perfil financiero, en sus "Navegadores de Calificación".

La evaluación que hace Fitch del entorno operativo de una institución financiera no bancaria tiene, por lo general, influencia en la evaluación de otros factores crediticios. Esto se debe a que el entorno operativo puede afectar, por ejemplo, la vulnerabilidad de la calidad de activos y el capital de la institución financiera no bancaria, la sostenibilidad de sus ganancias y la estabilidad de su fondeo. El entorno operativo puede también afectar las evaluaciones de factores no financieros, por ejemplo, la calidad de la franquicia (perfil de negocio) de la institución financiera no bancaria, la capacidad para ejecutar su estrategia (administración y estrategia) y los riesgos relacionados con sus estándares de originación (perfil de riesgo).

El entorno operativo actuará normalmente como un límite en la calificación crediticia individual y en otros factores clave de calificación, fuera de los casos en que una institución financiera no bancaria pueda demostrar una capacidad para aislarse de los entornos en los que opera.

Para cada factor de calificación, Fitch provee matrices de categoría o subfactor de calificación, las cuales proporcionan características representativas de dicha categoría de calificación. Estas

características no son necesariamente una revisión exhaustiva y determinante de tal factor o subfactor. Por ejemplo, una institución financiera no bancaria puede cumplir con algunas de las características asociadas con más de una categoría, o bien, no hacerlo con respecto a algunas características debido a los detalles específicos del perfil de dicha institución financiera no bancaria. En esos casos, Fitch aplicará la categoría que mejor lo describa.

El marco de evaluación individual tiene en cuenta cinco factores clave de clasificación:

- entorno operativo;
- perfil de negocio;
- administración y estrategia;
- perfil de riesgo;
- perfil financiero.

Los primeros cuatro factores clave de calificación listados anteriormente son predominantemente cualitativos. Sin embargo, Fitch usa medidas cuantitativas en su evaluación del entorno operativo y, cuando se encuentren disponibles y sean relevantes, en su evaluación de los demás factores. Tales medidas pueden incluir la participación de mercado y la presencia comercial (perfil de negocio), así como las estructuras de límites (perfil de riesgo). Estos factores cualitativos, individualmente o en conjunto, proporcionan el contexto en el que las métricas financieras cuantitativas son consideradas. Se proporciona mayor detalle en las secciones aplicables más adelante.

Referencias de Páginas por Factor Clave de Calificación y Subsector de Instituciones Financieras No Bancarias

	Entorno Operativo	Perfil de Negocio	Administración y Estrategia	Perfil de Riesgo	Perfil Financiero
Sociedades de corretaje de valores	18-23	23-27	27-31	31-35	55-61
Administradores de inversiones	18-23	23-27	27-31	35-39	62-69
Compañías de desarrollo de negocios	18-23	23-27	27-31	39-42	70-77
Compañías de financiamiento y arrendamiento	18-23	23-27	27-31	41-45	77-88
Compañías de infraestructura del mercado financiero	18-23	23-27	27-31	45-48	89-94

Fuente: Fitch Ratings.

El marco de evaluación de factores y subfactores de Fitch se basa en la consideración de atributos “fundamentales” y “complementarios”. Los atributos fundamentales están presentes en el análisis de todos o la mayor parte de las instituciones financieras no bancarias y en la mayoría de las circunstancias. Los atributos complementarios están presentes en algunas pero no en todas las circunstancias. Todos los atributos están considerados en la aplicación de la metodología, pero, cuando un atributo no está presente o no es relevante para el perfil de crédito, no tendrá contribución alguna al análisis o será una contribución limitada. La relevancia e influencia de cada atributo en el análisis de cada factor y subfactor varía por institución. Un atributo complementario podría tener una influencia elevada en el análisis individual, particularmente si el factor de calificación que sustenta esta característica es un indicador clave de la calificación.

Para los efectos de este informe de criterios, Fitch divide el universo de instituciones financieras no bancarias en cinco subsectores, pero reconoce que puede haber emisores cuyo modelo de negocio esté vinculado a varios componentes de estos subsectores o que se encuentren fuera de los cinco subsectores. En estos casos, Fitch emplea un enfoque analítico híbrido o a medida, que se articularía en el comentario de acción de calificación de Fitch sobre el emisor.

Además, el enfoque analítico está guiado por el alcance del uso de balance general empleado por el modelo de negocio que se está evaluando. En la siguiente tabla, se describen los factores de diferenciación habituales. Los modelos de negocio pueden tener características de uso tanto ‘alto’ como ‘bajo’ del balance general, en cuyo caso la evaluación normalmente se basa en la actividad empresarial que se cree que influye más en el perfil de riesgo del emisor y en el desempeño financiero general. En los casos en los que más de una actividad empresarial tenga

un aporte significativo al perfil de riesgo y al desempeño operativo de una entidad, como es el caso cuando un originador de hipotecas (balance alto) también tiene un libro de servicios grande (balance general bajo) o cuando un administrador de inversiones (balance general bajo) también cuenta con una amplia cartera de inversiones (balance general alto), Fitch intentará asignar la deuda vigente a las distintas líneas de negocio y evaluará el perfil de apalancamiento de cada una de ellas según los valores de referencia relevantes. En los casos en no sea fácil asignar las líneas de financiamiento a una actividad (como puede ser el caso de la deuda sin garantía), Fitch intentará asignar la deuda de forma que pueda apalancar cada negocio hacia un puntaje de “navigator” de referencia.

Factores de Diferenciación Típicos entre las Instituciones Financieras No Bancarias con Uso Alto y Bajo del Balance General

Atributo	Institución Financiera No Bancaria con Uso Alto del Balance General	Institución Financiera No Bancaria con Uso Bajo del Balance General
Nivel de activos tangibles en el balance general	Alto	Bajo
Exposición del balance general a los riesgos de mercado, crédito o valor residual	Alto	Bajo
Fuentes principales de ganancias	Margen de interés neto, dividendos/ingresos de intereses, ganancias de negociación/inversión	Comisiones, honorarios, servicios, ventas de datos/información
Usos principales del financiamiento	Préstamos, inversiones, adquisición de activos de arrendamiento, financiamiento de inventarios de valores	Fusiones y adquisiciones, gastos de capital, rentabilidad mejorada sobre el capital, recapitalización de dividendos
Dependencia en fondeo para llevar a cabo las actividades de negocio fundamentales	Alto	Bajo
Fuentes principales de pago de deudas (en ausencia de refinanciamiento)	Pago o liquidación de los activos del balance general	Generación de flujo de caja, monetización de futuros flujos de caja contractuales, ventas de plataformas

Fuente: Fitch Ratings.

Los cinco subsectores de instituciones financieras no bancarias son los siguientes: sociedades de corretaje de valores, administradores de inversiones, BDC (que solo existen en Estados Unidos [EE.UU.]), compañías financieras y de arrendamiento y FMI. Las empresas de financiamiento y arrendamiento incluyen fideicomisos de inversión inmobiliaria hipotecaria (REIT), compradores de deudas y administradores de activos (por ejemplo, compañías que compran carteras de activos improductivos y/o realizan cobranza en nombre de terceros) y la mayoría de las instituciones de política no bancarias. Las FMI incluyen bolsas, cámaras de compensación y depósitos de valores centrales (CSD; siglas en inglés) no bancarios. El subsector de los administradores de inversiones incluye administradores de inversiones tradicionales y alternativas, compañías de inversiones y fondos de inversión. Los administradores de inversiones tradicionales y alternativas gestionan principalmente activos de terceros y, por lo tanto, suelen asumir un riesgo limitado en los balances, a la vez que obtienen ingresos a través de comisiones de administración.

Las compañías de inversiones suelen utilizar el capital permanente para asumir el riesgo de inversión/balance general, a la vez que buscan crear valor mediante la revalorización de activos, así como de los dividendos y los ingresos por intereses. Las compañías de inversiones que están relativamente concentradas (de cinco a diez inversiones) y tienen la capacidad de ejercer cierta influencia sobre las compañías en su cartera y de mostrar períodos de tenencia de inversión que generalmente se extienden por varios años pueden ser calificadas por el grupo empresarial de Fitch según la metodología denominada "[Investment Holding Companies Rating Criteria](#)" ("Metodología de Calificación de Compañías Controladoras de Inversión"). La magnitud de las inversiones subyacentes en instituciones financieras también puede influir si se aplican la "Metodología de Calificación de Instituciones Financieras No Bancarias" o la "[Investment Holding Companies Rating Criteria](#)" ("Metodología de Calificación de Compañías Controladoras de Inversión"). En concreto, si el grado de exposición de las inversiones subyacentes a las instituciones financieras es elevado, es más probable que Fitch analice la entidad como una compañía de inversiones en lugar de como compañía controladora de inversiones. Las compañías de inversión que están afiliadas y/o altamente integradas con entidades corporativas no financieras pueden ser calificadas por el grupo de Finanzas Corporativas de Fitch bajo la metodología "Corporate Rating Criteria" ("[Metodología de Calificación de Finanzas Corporativas](#)").

Los fondos de inversión también invierten su propio capital y asumen el riesgo de inversión/balance general asociado, pero normalmente son vehículos de tipo abierto sujetos al riesgo de amortización que intentan obtener resultados principalmente a través de las ganancias comerciales en un horizonte de inversión más corto. En la práctica, el principal tipo de fondo de inversión al que se aplica este enfoque analítico son los fondos de cobertura abiertos, pero también podría abarcar fondos de pensiones y fondos de patrimonio soberano con fines de lucro, los cuales pueden tener niveles relativos inferiores de obligaciones financieras a corto y mediano plazo; como resultado, los horizontes de inversión son a más largo plazo que en otros fondos de inversión. Esto también puede contribuir a una combinación de ingresos más amplia de dichos fondos de inversión, incluidos la revalorización de activos, los dividendos e ingresos por intereses realizados y no realizados, además de los ingresos comerciales.

En general, el grupo de Fondos y Administradores de Activos de Fitch califica los fondos de inversión de tipo cerrado ampliamente diversificados con marcos normativos/estructurales más definidos, mayor liquidez de activos o una rotación de inversiones más frecuente utilizando la metodología "[Closed-End Funds and Market Value Structures Rating Criteria](#)" ("Metodología de Calificación de las Estructuras de Valor de Mercado y Fondos Cerrados"), disponible en el sitio web de Fitch: www.fitchratings.com.

La tabla siguiente resume los distintos tipos de modelos de negocio para el subsector de administradores de inversiones y la metodología de calificación aplicable.

Marcos Analíticos para Administradores de Inversiones, Fondos de Inversión y Compañías de Inversiones

	Fondos Cerrados Regulados por la Ley de 1940 (excepto las BDC)	Administradores de Inversiones Tradicionales	Administradores de Inversiones Alternativas	Fondos de Inversión	Compañías de Inversiones	Compañías Controladoras de Inversiones	Entidades Relacionadas con el Gobierno	
Marco Analítico	Grupos Analíticos de Fitch	Administradores de Fondos y Activos	Instituciones Financieras	Instituciones Financieras	Instituciones Financieras	Instituciones Financieras	Empresas y Finanzas Públicas Internacionales	
	Metodología Aplicable	"Metodología de Calificación de Estructuras de Valor de Mercado y de los Fondos Cerrados"	"Metodología de Calificación de Instituciones Financieras No Bancarias"	"Metodología de Calificación de Instituciones Financieras No Bancarias"	"Metodología de Calificación de Instituciones Financieras No Bancarias"	"Metodología de Calificación de Instituciones Financieras No Bancarias"	"Calificación de Compañías Controladoras de Inversiones"	"Metodología de Calificación de Entidades Relacionadas con el Gobierno"
Modelo de Negocio	Objetivo Principal	Rentabilidad	Rentabilidad	Rentabilidad	Rentabilidad	Rentabilidad	Rentabilidad	Orientación Política
	Riesgo de Balance General	Alto	Bajo	Bajo a Medio	Alto	Alto	Alto	Alto
	Principales Fuentes de Ingreso	Revalorización de Activos Realizada/No Realizada, Dividendos e Ingresos por Intereses	Cuotas de Administración Base	Cuotas de Administración Base y de Desempeño	Ganancias de Comercialización	Revalorización de Activos Realizada/No Realizada, Dividendos e Ingresos por Intereses	Revalorización de Activos Realizada/No Realizada, Dividendos e Ingresos por Intereses	Revalorización de Activos Realizada/No Realizada, Dividendos e Ingresos por Intereses
	Riesgo de amortización	Ninguno	Alto	Bajo	Espectro Completo	Ninguno	Ninguno	Limitado a Ninguno
	Fortaleza del Marco Regulatorio	Fuerte	Fuerte	Fuerte	Modesta	Moderada a Fuerte	Moderada a Fuerte	Moderada a Fuerte

Marcos Analíticos para Administradores de Inversiones, Fondos de Inversión y Compañías de Inversiones (Continuación)

	Fondos Cerrados Regulados por la Ley de 1940 (excepto las BDC)	Administradores de inversiones tradicionales	Administradores de inversiones alternativos	Fondos de inversión	Compañías de inversiones	Compañías Controladoras de Inversiones	Entidades Relacionadas con el Gobierno	
Cartera de Inversiones	Grado de Diversificación de la Cartera	Medio a Alto	Alto a Muy Alto	Alto a Muy Alto	Espectro Completo	Espectro Completo	Bajo a Medio ^a	Alto a Muy Alto
	Grado de Liquidez de Activos	Medio a Alto	Alto a Muy Alto	Bajo a Medio	Espectro Completo	Espectro Completo	Espectro Completo	Espectro Completo
	Horizonte de Inversión Típico	Espectro Completo	Corto a Medio	Medio a Largo	Espectro Completo	Medio a Largo	Largo a Permanente	Largo a Permanente
	Influencia estratégica en las compañías de la cartera	Baja	Baja a Media	Alta a Muy Alta	Baja a Media	Espectro Completo	Media a Alta	Media a Alta

^a Si el grado de exposición de las inversiones subyacentes a instituciones financieras es elevado, es más probable que Fitch analice la entidad como sociedad de inversión en lugar de como compañía controladora de inversiones. Ley1940 – Ley de 1940 sobre las compañías de inversiones. BDC – Compañías de desarrollo de negocios
Fuente: Fitch Ratings.

Una evaluación del entorno operativo, del perfil de negocio y de la administración y estrategia es en gran medida común en los diversos subsectores (así como en los bancos), aunque en este documento se describen algunas consideraciones con matices. Por el contrario, las evaluaciones del perfil de riesgo y del perfil financiero de una institución financiera no bancaria pueden variar en función del sector, por lo que estos factores se dividen en cinco subcategorías.

II.1 Evaluación del Entorno Operativo

Importancia de esta Evaluación

El primer paso en la evaluación de Fitch de la calidad crediticia individual es una revisión del entorno operativo de la institución, ya que esto establece el rango para las posibles IDR. El entorno operativo sirve en gran medida como un factor limitante de la IDR, ya que es poco común que la IDR asignada esté significativamente por arriba de la evaluación del entorno operativo, independientemente de que tan bien califique el emisor en otros factores o subfactores. Algunas excepciones pueden incluir instituciones que operan modelos de negocio de riesgo muy bajo o que son sustancialmente fuertes en otros factores de calificación, lo que las vuelve claramente atípicas en ese entorno operativo. En dichos casos, Fitch necesitará creer que la institución puede, de forma individual, mitigar correctamente los riesgos del entorno operativo que, de otra forma, limitarían la calificación.

En jurisdicciones con entornos operativos con evaluaciones relativamente altas, es común que las IDR de las instituciones financieras no bancarias sean significativamente más bajas que la evaluación del entorno operativo, lo que refleja el modelo de negocios, el perfil de riesgo u otras decisiones estratégicas tomadas por la administración, así como su efecto en las métricas financieras. En jurisdicciones con entornos operativos con una calificación relativamente baja, es común que el entorno operativo actúe como un factor limitante de la calificación, ya que Fitch espera que la vulnerabilidad o volatilidad creada por el entorno operativo actúen como un límite en una serie de aspectos del perfil crediticio del emisor.

La evaluación de Fitch del entorno operativo incorpora tanto el riesgo soberano como los riesgos más amplios del país relacionados con hacer negocios en una jurisdicción en particular. Sin embargo, no captura los riesgos de transferencia y convertibilidad, que se reflejan por separado en los “techos país” de Fitch. Para instituciones que operan en múltiples geografías, el subfactor y las evaluaciones generales del entorno operativo tomarán un panorama combinado de las distintas jurisdicciones.

Una evaluación del entorno operativo de las instituciones financieras no bancarias puede no estar alineada con la evaluación del entorno de un banco ubicado en la misma jurisdicción y también puede diferir entre las distintas subcategorías de las instituciones financieras no bancarias. Se considera que la supervisión regulatoria de los bancos en todo el mundo es significativamente más sólida que aquella para los subsectores de las instituciones financieras no bancarias, lo que generalmente se traducirá en evaluaciones del entorno operativo de instituciones financieras no bancarias que no son más altas, y a menudo, son más bajas que aquellas asignadas a los bancos.

Evaluación Implícita del Entorno Operativo

Fitch comienza por determinar el nivel del entorno operativo del país para cada mercado en el que califica instituciones financieras no bancarias. A la mayor parte de las instituciones que operan principalmente en un país se les asignará la evaluación del entorno operativo de dicho mercado. Sin embargo, a algunas instituciones (es decir, las que operan predominantemente en una región particular de un país, tienen operaciones relevantes fuera de su país o tienen un modelo de negocio con riesgos únicos) se les pueden asignar evaluaciones de entorno operativo diferentes de las implícitas en la evaluación del país. Consulte la sección “Ajustes a la Evaluación Implícita del Entorno Operativo” más adelante.

Como primer paso para determinar la evaluación de un entorno operativo de un país, Fitch deriva una evaluación implícita basada en dos métricas fundamentales, el PIB per cápita y la clasificación (*ranking*) en el Índice de Riesgo Operativo de Fitch Solutions. Fitch cree que estas métricas fundamentales tienen un gran poder explicativo para determinar la habilidad de las instituciones financieras de generar volúmenes de negocios con niveles aceptables de riesgo y que, en consecuencia, son factores fundamentales para determinar los puntajes del entorno operativo a nivel global. El puntaje implícito de un país se deriva con base en la matriz, tal como se detalla en la siguiente tabla, usando el rango de percentil de la jurisdicción entre las jurisdicciones a las que Fitch monitorea con el propósito de asignar calificaciones de instituciones financieras no bancarias.

Evaluación Implícita del Entorno Operativo

Índice de Riesgo Operativo (% de Rango)	>80	60-80	40-60	20-40	<20
PIB per cápita (USD000)					
>45	aa	aa	a	a	bbb
35-45	aa	a	a	bbb	bb
15-35	a	bbb	bbb	bb	b
6-15	bbb	bb	bb	b	b
<6	bb	b	b	b	b

Fuente: Fitch Ratings.

El PIB per cápita ayuda a explicar la evaluación del entorno operativo porque generalmente está relacionado de forma estrecha con los ingresos de las empresas y los niveles de ingreso de los hogares, lo que ayuda a su vez a determinar los volúmenes de negocios de las instituciones financieras no bancarias y el nivel de riesgo de las operaciones que pueden llevar a cabo. La clasificación de una jurisdicción en el índice de riesgo operativo de Fitch Solutions tiene poder explicativo ya que captura los retos de operar un negocio en una jurisdicción determinada, con un enfoque en cuatro áreas de riesgo principales: mercado laboral, comercio e inversión, logística y crimen y seguridad.

Generalmente, Fitch utiliza los valores históricos más recientes de estos indicadores para derivar las evaluaciones implícitas del entorno operativo. Sin embargo, Fitch puede, en cambio, usar una proyección del PIB per cápita para el año en curso (o recién finalizado) cuando considere que este es razonable y difiere sustancialmente del último valor histórico reportado. Cuando Fitch cree que los valores futuros de cualquiera de las dos métricas principales probablemente difieran de forma significativa de sus valores más recientes, también puede ajustar la evaluación implícita para llegar a la evaluación final (consulte a continuación "Ajustes a la Evaluación Implícita del Entorno Operativo"). Cuando no se haya asignado una clasificación en el Índice de Riesgo Operativo de Fitch Solutions, Fitch determinará la evaluación implícita del entorno operativo con base en el PIB per cápita reportado y su visión del riesgo de operar un negocio en dicho mercado.

Ajustes a la Evaluación Implícita del Entorno Operativo

Fitch ajusta la evaluación implícita del entorno operativo de un país al alza o a la baja en los casos en los que considera que los riesgos para hacer negocios en una jurisdicción determinada son significativamente mayores o menores que los sugeridos por la evaluación implícita o cuando una institución particular de un subsector exhibe características únicas de modelo de negocio que no se reflejaron en la evaluación implícita del país¹. Las razones más comunes para ajustar la evaluación implícita se enumeran a continuación.

Calificación Soberana²: La evaluación del entorno operativo está usualmente limitada por la calificación soberana y, por lo tanto, se puede ajustar a la baja cuando la evaluación implícita está por encima de la calificación soberana. Esto se debe a que un incumplimiento soberano a menudo está acompañado de un deterioro marcado en el entorno operativo, lo que frecuentemente incluye una recesión, balances más débiles de los sectores público y privado, perturbaciones en el mercado de fondeo y volatilidad macroeconómica (vea también el Anexo 3). Sin embargo, Fitch puede asignar la evaluación del entorno operativo por encima de la calificación soberana (aunque a menudo no más de una categoría de calificación) cuando (i) la agencia considera que hay una relación débil entre el perfil crediticio del soberano y las condiciones operativas de las instituciones financieras no bancarias, o (ii) el soberano tiene una calificación muy baja (por ejemplo, categoría CCC y menores) y hay algunos factores fundamentales específicos de la calificación del soberano que no afectan directamente a las instituciones financieras no bancarias. Cuando el soberano tiene una calificación significativamente superior a la evaluación implícita del entorno operativo, esto puede resultar

¹ En los casos en que Fitch considera que el entorno operativo es excepcionalmente fuerte o débil, estos ajustes pueden dar como resultado una evaluación de entorno operativo de 'aaa' o 'ccc' o menor, , respectivamente.

² Cuando la calificación soberana no ha sido asignada, Fitch considerará la opinión crediticia del soberano (cuando esté disponible) o, de forma más general, cualquier fortaleza y debilidad marcadas en el perfil crediticio del soberano.

en un ajuste al alza en la evaluación del mismo. Esto es porque un soberano más fuerte puede indicar una probabilidad mayor de estabilidad financiera y macroeconómica en el mercado financiero.

Para algunos modelos de negocio de las instituciones financieras no bancarias, la diversificación geográfica de las actividades de negocio o la falta de relación directa con la condición financiera del soberano puede significar que la calificación soberana actúa como una restricción menor en la evaluación del entorno operativo. Por ejemplo, un arrendador de aviones puede estar domiciliado en algunas ubicaciones para finalidad de impuestos, pero tiene una cartera de aviones que están dispersos entre arrendatarios en una variedad de países en el mundo. En estos casos, Fitch considerará cualquier concentración geográfica y la movilidad del colateral según lo determine la ley local. Lo mismo aplicará para las administradores de inversiones diversificadas, las compañías de inversiones y los fondos de inversión si los fondos que administran, los activos en los que invierten o los inversionistas a los que presta servicios están en entornos operativos más favorables o existen activos restringidos o flujos de efectivo que respaldan fuertemente las obligaciones calificadas. Por lo general, si un emisor tiene más de un tercio de sus actividades fuera de su país de domicilio, Fitch empleará un enfoque combinado para evaluar el puntaje del factor del entorno operativo tomando un promedio ponderado de las puntuaciones implícitas del país en el que opera la entidad. Según el modelo de negocio en cuestión, esto puede ponderarse sobre la base del domicilio del arrendatario o de la flota (para los arrendadores de equipos), el domicilio de los activos bajo administración (para los administradores de inversiones) o la generación de ingresos (para la mayoría de las demás instituciones financieras no bancarias).

Es probable que la evaluación de la calificación soberana tenga una influencia menor en las FMI en comparación con los bancos u otras instituciones financieras no bancarias, dado que muchas FMI normalmente no tienen exposición crediticia significativa a los soberanos por la tenencia de bonos o colocaciones con los bancos centrales. En muchas maneras, las FMI actúan como infraestructuras financieras, que es poco probable que se vean afectadas significativamente por un estrés soberano. El desempeño de algunos subsectores de FMI, como las bolsas, puede ser contracíclico al perfil crediticio del soberano, ya que puede haber mayor actividad de comercialización durante períodos de estrés. Como resultado, una FMI podría tener una calificación por encima de la del soberano, excepto cuando una FMI tiene la mayoría de su balance o de los fondos de garantía en valores del soberano, en cuyo caso la calificación soberana tendrá una influencia mayor.

Tamaño y Estructura de la Economía: Fitch puede ajustar al alza la evaluación implícita del entorno operativo cuando la economía es relativamente grande o diversificada, lo que dará como resultado un menor riesgo de volatilidad macroeconómica y ofrecerá a las instituciones financieras no bancarias una mayor oportunidad de diversificar sus exposiciones de riesgo y fuentes de ingreso. Por el contrario, cuando la economía doméstica es pequeña o depende altamente de un número limitado de sectores, en particular de los que son inherentemente cíclicos o que pueden mostrar un desempeño volátil, esto puede resultar en un ajuste a la baja en la evaluación del entorno operativo. La evaluación puede también ajustarse a la baja cuando el involucramiento del Estado en la economía es particularmente alto, la gobernanza es particularmente débil o hay otros factores estructurales negativos que, en opinión de Fitch, no se capturaron en el Índice de Riesgo Operativo.

Por el contrario, la evaluación puede ajustarse al alza cuando una economía se beneficia de una gobernanza y una transparencia fuertes en un nivel no capturado por el Índice de Riesgo Operativo. La evaluación se puede ajustar también cuando Fitch considere que existe una probabilidad considerable de que el Índice de Riesgo Operativo o la transparencia y gobernanza del sector corporativo en general cambien significativamente en el futuro.

Desempeño Económico: Cuando una economía tiene una tasa de crecimiento económico subyacente relativamente alta debido, por ejemplo, a ventajas competitivas, convergencia con mercados más desarrollados o una demografía favorable, esto puede resultar en un ajuste al alza en la evaluación del entorno operativo. Esto se debe a que la expansión económica a menudo sustenta la calidad de activos de las instituciones financieras no bancarias y facilita el crecimiento de los ingresos. También serían factores positivos el crecimiento económico moderado, siempre que sea positivo, y la volatilidad baja del desempeño económico.

No obstante, Fitch puede ajustar la evaluación del entorno operativo a la baja si la agencia considera que un crecimiento económico alto es insostenible, es probable que sea volátil o pueda aumentar el riesgo de una fuerte corrección negativa. La agencia también puede ajustar a la baja la evaluación del entorno operativo cuando una economía ha sufrido, o se espera que sufra, un período de crecimiento económico bajo o negativo, o bien, de volatilidad mayor en el desempeño económico, en particular cuando esto ha resultado, o se espera que resulte, en un deterioro significativo en la solvencia de los deudores locales. El desempleo creciente o alto puede también dar como resultado un ajuste negativo.

PIB per cápita Reportado y Futuro: Fitch puede ajustar la evaluación implícita del entorno operativo al alza o a la baja cuando considere probable que los niveles futuros de PIB per cápita difieren significativamente del último nivel informado (o de la estimación de la agencia del nivel para el año en curso o inmediato anterior). Fitch puede también ajustar la evaluación implícita al alza o a la baja cuando la agencia crea que el PIB per cápita reportado subestima o sobreestima significativamente el potencial de una economía de generar riesgos moderados de negocio para las instituciones financieras no bancarias.

Por ejemplo, Fitch puede ajustar al alza la evaluación implícita cuando un país se beneficia de remesas significativas del exterior (no capturadas por el PIB) o cuando hay una gran proporción de la población no bancarizada (que arrastra hacia abajo la métrica de PIB per cápita, pero no necesariamente las oportunidades de negocio disponibles en un país). Por el contrario, Fitch podría ajustar la evaluación implícita a la baja cuando el PIB está inflado por los ingresos devengados a compañías que no operan principalmente en el país en cuestión, por lo que es poco probable que lleguen a ser fuentes significativas de negocio para las instituciones financieras no bancarias en dicho país.

Estabilidad Macroeconómica: Los casos en los que una economía ha mostrado una volatilidad limitada en variables como inflación, tasas de interés, tipos de cambio y precios de los activos y, cuando Fitch anticipa que este comportamiento continuará en el futuro, probablemente serán neutrales o moderadamente positivos dentro de la evaluación del entorno operativo. Sin embargo, cuando dicha volatilidad ha sido significativa o Fitch anticipa que podría serlo, o bien, en los casos que una economía es más susceptible a choques adversos, esto podría resultar en un ajuste negativo en la evaluación implícita del entorno operativo. Como parte de su evaluación, Fitch considerará también el uso por parte de las autoridades de herramientas macroprudenciales para mitigar los riesgos de estabilidad financiera y las consecuencias del uso de dichas herramientas para el entorno operativo.

Cuando una proporción significativa de transacciones en una economía se lleva a cabo en moneda extranjera o cuando los activos y pasivos de las IFNB están denominados en moneda extranjera (dolarización) en un grado significativo, esto puede generar un ajuste negativo de la evaluación del entorno operativo. Un ajuste negativo es más probable que ocurra cuando Fitch cree que es más probable que ocurran movimientos significativos en el tipo de cambio y cuando los sectores corporativos y las familias tienen descalces significativos de moneda (usualmente posiciones cortas en moneda extranjera), lo que significa que es más probable que su capacidad para pagar la deuda se vea afectada en caso de una depreciación pronunciada.

Nivel y Crecimiento Crediticio: Fitch puede ajustar a la baja la valoración del entorno operativo en los casos en que el volumen de crédito en una economía sea particularmente alto en relación con el PIB o cuando está aumentando rápidamente. Esto se debe a que un apalancamiento mayor de los acreditados puede incrementar el riesgo de problemas futuros de calidad de activos y limitar el potencial de crecimiento de los negocios. Al evaluar el apalancamiento en el sector corporativo, Fitch puede considerar no solo los préstamos bancarios y de las IFNB, sino otras fuentes de crédito, como la emisión de deuda y los préstamos internacionales; en su valoración del endeudamiento de los hogares, Fitch puede considerar no solo los niveles de deuda, sino los requisitos de servicio de deuda y la capacidad de servicio de deuda, como se refleja en los activos familiares y en sus niveles de ingresos. Cuando el crédito en una economía es relativamente bajo, esto puede resultar en un ajuste moderado al alza en la evaluación implícita del entorno operativo; una razón baja de crédito a PIB puede también compensar significativamente los riesgos asociados con un crecimiento crediticio alto.

Desarrollo del Mercado Financiero: Un sector financiero grande, altamente desarrollado y concentrado puede ocasionar un ajuste positivo de la evaluación implícita del entorno

operativo, ya que estas características del mercado a menudo ayudarán a las instituciones financieras a hacer crecer sus franquicias, alcanzar economías de escala y proteger los márgenes. La existencia de marcos institucionales efectivos para brindar soporte al sistema financiero, como burós de crédito, un esquema de protección de depositantes o mercados de capitales nacionales líquidos y profundos, puede ser moderadamente positiva para la evaluación del entorno operativo, pero las autoridades monetarias que actúan como prestamistas confiables y transparentes de última instancia normalmente solo serían neutrales para la evaluación. Un sector financiero pequeño, en desarrollo o altamente fragmentado podría ser negativo para la evaluación del entorno operativo, así como lo podrían ser mecanismos limitados de soporte de liquidez del banco central, los marcos institucionales deficientes más amplios y los mercados nacionales de capital subdesarrollados.

Marco Regulatorio y Legal: Un marco legal y regulatorio relativamente fuerte, caracterizado por una regulación y legislación desarrolladas, organismos regulatorios financieros efectivos, estándares de contabilidad sólidos, protección adecuada de los derechos de los acreedores y estándares de gobierno corporativo desarrollados, puede ser moderadamente positivo para la evaluación del entorno operativo. Por el contrario, deficiencias pronunciadas en cualquiera de estas áreas o un grado alto de intervención de otros sectores del gobierno en el proceso regulatorio podrían resultar en un ajuste negativo de la evaluación. Los ajustes negativos para IFNB pueden ser más frecuentes o pronunciados en relación con los de los bancos, para reflejar que a menudo existen marcos regulatorios y legales relativamente más débiles.

Las BDC están sujetas a una variedad de requisitos regulatorios, como se dicta en la Ley de compañías de inversiones de 1940 (Investment Company Act of 1940, 40 Act), y Fitch pondera detenidamente el impacto de cada uno en su evaluación del sector. Los requerimientos regulatorios de cobertura de activos, que efectivamente limitan el apalancamiento del balance a no más de 2.0x, son vistos como favorables en términos de su utilidad como límites de los niveles absolutos de apalancamiento. Sin embargo, la mayoría de las BDC eligen ser tratadas como compañías de inversiones reguladas (RIC; siglas en inglés) para propósitos de impuestos, lo que limita la retención de capital y es visto de forma más negativa por Fitch.

Para las compañías de financiamiento que han elegido el estatus de REIT en virtud del código de impuestos del Servicio de Impuestos Internos de EE. UU. (U.S. Internal Revenue Service) (por ejemplo, los REIT hipotecarios, como los REIT de hipotecas comerciales, los REIT de hipotecas residenciales y los REIT de hipotecas híbridas), Fitch considera el impacto de la legislación federal de EE. UU. Los REIT hipotecarios de EE. UU. se benefician de un tratamiento fiscal favorable, ya que no pagan impuestos a la utilidad por la porción de utilidad gravable pagada como dividendos a los accionistas. Por el contrario, las distribuciones requeridas de dividendos debilitan la capacidad de retener capital de los REIT en relación con otras instituciones financieras que no tienen este requerimiento.

Enfoque Regional, de Industria o Subsector: Cuando las operaciones de una institución financiera no bancaria están concentradas en una región (o regiones), industria o subsector en particular de un país, su evaluación de entorno operativo se puede ajustar al alza o a la baja desde la evaluación del país en los casos en que la economía regional o la economía de la industria o subsector en particular es notablemente más fuerte o débil que el promedio nacional.

Operaciones Internacionales, Diferencias entre el Domicilio y la Actividad Empresarial: Para una institución financiera no bancaria que tiene una proporción significativa (típicamente más de un tercio) de sus negocios y exposiciones a riesgo en mercados distintos de su país principal de operaciones (ya sea a través de subsidiarias extranjeras o a través de operaciones colocadas en su propio balance), Fitch generalmente derivará la evaluación del entorno operativo calculando un promedio ponderado de las evaluaciones (con ponderaciones basadas en exposiciones a riesgos/activos) para los países en los que la institución hace negocios. El mercado local puede tener una influencia proporcionalmente mayor en el cálculo cuando Fitch cree que los beneficios o límites de este son particularmente importantes (por ejemplo, la fortaleza o debilidad del prestamista de última instancia y del marco regulatorio, o bien, que el acceso a fondeo sea sensible a desarrollos más amplios del mercado local).

Entorno Operativo

aaa	aa	a	bbb	bb	b	ccc y menor
El entorno operativo presenta, o se espera que presente, oportunidades excepcionalmente buenas para las instituciones financieras no bancarias de hacer negocios rentables a través del ciclo de crédito. El entorno económico y el perfil de crédito soberano son excepcionalmente fuertes, los niveles de ingreso son muy altos y no existen debilidades estructurales.	El entorno operativo presenta, o se espera que presente, oportunidades muy buenas para las instituciones financieras no bancarias para hacer negocios consistentemente rentables a través del ciclo de crédito. El entorno económico y el perfil de crédito soberano son muy sólidos, los niveles de ingresos son altos y las debilidades estructurales son muy limitadas.	El entorno operativo presenta, o se espera que presente, buenas oportunidades para las instituciones financieras no bancarias de hacer consistentemente negocios rentables a través del ciclo de crédito. El entorno económico y el perfil de crédito soberano son sólidos, los niveles de ingresos son bastante altos y las debilidades estructurales son limitadas.	El entorno operativo presenta, o se espera que presente, oportunidades razonables para las instituciones financieras no bancarias de hacer consistentemente negocios rentables a través del ciclo de crédito. El entorno económico y el perfil de crédito soberano son buenos, los niveles de ingresos son aceptables y cualquier debilidad estructural debería ser manejable.	El entorno operativo presenta, o se espera que presente, oportunidades moderadas para las instituciones financieras no bancarias de hacer consistentemente negocios rentables a través del ciclo de crédito. El entorno económico y el perfil de crédito soberano son menos sólidos, los niveles de ingresos son moderados y las debilidades estructurales son evidentes.	El entorno operativo presenta, o se espera que presente, oportunidades limitadas para las instituciones financieras no bancarias de hacer consistentemente negocios rentables a través del ciclo de crédito. El entorno económico y el perfil de crédito soberano son débiles, los niveles de ingresos son bajos y las debilidades estructurales son significativas.	El entorno operativo presenta, o se espera que presente, oportunidades muy limitadas para las instituciones financieras no bancarias de hacer consistentemente negocios rentables a través el ciclo de crédito. El entorno económico y el perfil de crédito soberano son muy débiles, los niveles de ingresos son muy bajos y las debilidades estructurales son prominentes.

Fuente: Fitch Ratings.

II.2 – Evaluación del Perfil de Negocio

La evaluación de Fitch del perfil de negocio considera los siguientes subfactores:

- franquicia;
- modelo de negocio;
- estructura organizacional.

Importancia de esta Evaluación

La evaluación de la franquicia, el modelo de negocio y la estructura organizacional de una compañía ayuda a identificar los tipos de riesgos de negocio a los cuales se podría enfrentar una institución, junto con su capacidad de salvaguardar o defender los negocios y las ganancias existentes, y ganar nuevos negocios a través de un análisis de sus fortalezas, debilidades, oportunidades y amenazas competitivas a largo plazo.

La evaluación del perfil de negocio suele estar condicionada, y con frecuencia limitada, por la evaluación del entorno operativo, a menos que Fitch considere que el perfil de negocio de la institución financiera no bancaria está aislado de los efectos de sus entornos operativos. Dentro de ese contexto de entorno operativo, el perfil de negocio se evalúa a un nivel que fundamentalmente refleje la fortaleza y calidad de su franquicia y la estabilidad de su modelo de negocio.

Las siguientes tablas identifican aquellos atributos del perfil de negocio que Fitch ha definido como “fundamentales” contra los “complementarios”, junto con una indicación de cómo cada atributo se evalúa comúnmente. La matriz de subfactores/categorías de calificación que las acompañan proporciona características representativas que ayudan en la determinación de la evaluación general asignada al factor en cada caso.

Franquicia

Atributo	Fundamental contra complementario	Descripción
Participación de Mercado	Fundamental	La franquicia de una institución financiera no bancaria se suele reflejar en las participaciones de mercado en los productos fundamentales ofrecidos por la entidad. El valor de franquicia se evalúa sobre la base más relevante (global, nacional o regional) teniendo en cuenta tanto el tamaño del mercado en el que opera una institución financiera no bancaria como su posición dentro de ese mercado. Participaciones de mercado relativamente pequeñas, específicamente en mercados grandes, no son necesariamente negativas para la evaluación y pueden ser compensadas por ventajas sustentables, competitivas y un desempeño estable en segmentos fundamentales de clientes y productos. Una participación de mercado grande en un mercado pequeño puede ser potencialmente positiva para la evaluación, siempre que no esté limitada por la solidez o la calidad del mercado en sí o la evaluación del entorno operativo relevante.
Posición Competitiva	Fundamental	La posición competitiva de una institución financiera no bancaria en relación con la de sus pares puede ser evidente en el liderazgo relativo de producto y en el poder de fijación de precios. Además, puede ser el reflejo de cualquier barrera de entrada sustancial. El liderazgo de producto a menudo será una función de la escala, en lo que respecta a los productos financieros tradicionales, y también puede reflejar ventajas de tecnología y eficiencia, o deficiencias, en relación con sus pares. En el caso de ciertos productos u ofertas de nicho, el liderazgo puede reflejarse en "tablas de liga de la industria" (<i>league tables</i>) relevantes.
Masa Crítica	Complementario	El tamaño, tomado en forma aislada, es poco probable que sea un impulsor para la evaluación del perfil de negocio, pero puede afectar el poder de fijación de precios y las relaciones con los clientes. Las instituciones financieras no bancarias que carecen de masa crítica probablemente recibirán puntuaciones más bajas.
Relaciones con Clientes	Complementario	Fitch considera la naturaleza de las relaciones con clientes y la medida en que el rango del producto y/o la experiencia son el factor clave en la retención de clientes o crecimiento de volumen de negocio, en oposición al precio.
Beneficios y Riesgos Intragrupal	Complementario	La franquicia de una institución también puede incorporar cualquiera de los beneficios que recibe de formar parte de un grupo más grande (normalmente financiero). Esto podría incluir relaciones con clientes, acceso a fondos, oferta de productos o conocimientos técnicos a los que la institución no tendría acceso de otro modo, así como posibles beneficios de diversificación de otros negocios de subsidiarias o compañías relacionadas. Por el contrario, la franquicia de una institución financiera no bancaria puede incorporar riesgos de contagio cuando existe una debilidad en el perfil crediticio del grupo en general.

Fuente: Fitch Ratings.

Modelo de Negocio

Atributo	Fundamental contra complementario	Descripción
Mezcla de Negocios	Fundamental	El modelo de negocio de una institución engloba las formas en las que genera ingresos y ganancias. Esto incluye una evaluación de la mezcla de negocios de una institución, como por activos/productos, composición de servicios y proporción de ingresos y ganancias generados a partir de las líneas de negocio principales.
Volatilidad de Ingresos	Fundamental	Los modelos de negocio que dependen mucho de negocios volátiles, como la intermediación (<i>trading</i>), o en los que las condiciones del mercado ejercen una mayor influencia en los volúmenes de negocios y la generación de ingresos entre los períodos de reporte, generalmente generarán una evaluación menor asignada al modelo de negocio en comparación con otras instituciones financieras con menor volatilidad observada. La estabilidad en los ingresos a través de los ciclos de crédito y tasas de interés generalmente contribuirá a evaluaciones más altas.
Diversificación Geográfica	Complementario	Es probable que una concentración alta de las operaciones de una institución financiera no bancaria en economías menos desarrolladas influya en la evaluación de Fitch de su modelo de negocios. Las concentraciones desde la perspectiva del cliente o inversionista también pueden ser un factor limitante. La diversificación geográfica puede ser un atributo de calificación positivo, pero la expansión hacia áreas que agregan sinergias pequeñas o limitadas en general puede considerarse como neutral o negativa para la evaluación del perfil de negocio.
Concentración por Productos	Complementario	El riesgo percibido asociado con los productos particulares y la calidad de la franquicia de producto puede influir en la evaluación de un modelo de negocio con un enfoque de producto estrecho (por ejemplo, prestamista monolínea) frente a uno que proporciona una gama más amplia de productos. La diversificación de productos puede ser un atributo de calificación positivo, pero la expansión hacia áreas de negocio que agregan sinergias generales pequeñas o limitadas puede considerarse como neutral o negativa para la evaluación del perfil de negocio.

Fuente: Fitch Ratings.

Rangos de Calificación de Modelos de Negocio

Sector	Subsectores	Uso de balance general	Categoría de Calificación Máxima Típica ^a	Principales Limitaciones de Calificación						
				Comportamiento Cíclico del Negocio	Una Sola Línea de Negocio	Fondeo Mayorista	Riesgo Regulatorio	Falta de Liquidez de Activos/Restricciones del Flujo de Caja	Riesgo de Contraparte/Mercado/Amortización	Riesgo Operativo
Sociedades de corretaje de valores	Corredores de Bolsa	Alto	'BBB'	✓	✓	✓			✓	
	Corredores de Bolsa Mayorista	Bajo	'BBB'	✓	✓		✓			
	Corredores de Bolsa Minorista	Medio	'A'	✓						✓
Admin. de inversiones	Admin. de Inversiones Tradicionales	Bajo	'A'	✓					✓	✓
	Admin. de Inversiones Alternativos	Bajo-Medio	'A'	✓					✓	✓
	Compañías de Inversiones	Alto	'AA'	✓				✓	✓	
	Fondos de Pensiones	Alto	'AAA'	✓				✓	✓	✓
	Fondos de Capital Permanentes	Alto	'A'	✓				✓	✓	✓
	Fondos de Inversión Abiertos (riesgo de valor de mercado limitado ^b)	Alto	'BBB'	✓				✓	✓	✓
	Fondos de Inversión Abiertos (riesgo de valor de mercado elevado ^c)	Alto	'BB'	✓				✓	✓	✓
Compañías de desarrollo de negocios	n.a.	Alto	'BBB'	✓	✓	✓		✓		
Compañías de financiamiento y arrendamiento	Financiamiento al Consumidor	Alto	'A'	✓	✓	✓	✓			
	Financiamiento Comercial	Alto	'A'	✓	✓	✓				
	Proveedores de Servicios Financieros Alternativos	Bajo	'BBB'	✓	✓	✓	✓			
	Originadores de Hipotecas/Admin. de Activos	Medio-Alto	'BB'	✓	✓	✓	✓			✓
	Compradores de deudas/Admin. de Activos	Medio	'BB'		✓	✓				

	REIT Hipotecarios	Alto	'BBB'	✓	✓	✓	
Compañías de infraestructura del mercado financiero	Intercambios	Bajo					✓
	Cámaras de compensación	Bajo (aislado por los fondos de garantía)	'AA'			✓	✓
	CSD sin Licencia Bancaria	Bajo					✓

^a No representa un límite importante, sino la categoría de calificación crediticia individual más alta que normalmente logra la mayoría de las entidades del subsector de una entidad financiera no bancaria. ^b Los fondos de tipo abierto con un riesgo de valor de mercado limitado se caracterizan por presentar sensibilidad al valor de mercado de activos subyacentes compensada por marcos de amortización bien establecidos que están sujetos a la disponibilidad de ingresos en efectivo (colas) y, por lo tanto, proveen una protección estructural no discrecional frente a descensos de liquidez. ^c Los fondos de tipo abierto con riesgo de valor de mercado elevado se caracterizan por tener a) un nivel alto de discreción de la administración sobre la estrategia de inversión, transparencia limitada de la evolución de las posiciones de riesgo y un perfil de riesgo rápidamente cambiante potencial, b) sensibilidad al valor de mercado de activos subyacentes en combinación con un apalancamiento de inversión alto y/o fuentes de fondeo sensibles a la confianza que aumenta la sensibilidad del fondo a estreses de mercado, y c) capital que proviene en su mayoría de fuentes no permanentes sujetas a retiro periódico. IM: Administrador de inversiones. REIT – Fideicomiso de inversión inmobiliaria. CSD – Depósito central de valores. n.a. – No aplicable.

Fuente: Fitch Ratings.

Estructura Organizacional

Atributo	Fundamental contra complementario	Descripción
Estructura Adecuada en Relación con el Modelo de Negocio	Fundamental	La estructura organizacional de un grupo suele ser proporcional a su modelo de negocio. La estructura del grupo rara vez afecta la evaluación general de calificación de Fitch, pero tiene el potencial de hacerlo cuando Fitch considera que el grupo es demasiado complejo (en relación con sus operaciones y su presencia comercial), opaco o con riesgos importantes que surgen de las transacciones intragrupalas. Entre los ejemplos de complejidad del modelo de negocio se incluyen las capas de empresas controladoras intermedias cuyas ubicaciones pueden estar principalmente impulsadas por razones fiscales o estructuras innecesariamente complejas que parecen inconsistentes con el tamaño, la escala y la presencia comercial de la institución o el grupo.
Opacidad	Complementario	Los acuerdos de propiedad cruzada inexplicables o grandes intereses minoritarios, que no son acordes con el modelo de negocio de la institución financiera no bancaria, normalmente darían como resultado una evaluación más baja del perfil de negocio.
Transacciones Intragrupales	Complementario	Las transacciones intragrupalas pueden afectar los riesgos asociados con la entidad calificada. Esto es especialmente importante cuando el efectivo o el capital pueden quedar atrapados en filiales y, por lo tanto, no estar disponibles inmediatamente para disposición del grupo como un todo.
Dinámicas de Propiedad	Complementario	Fitch también considera las dinámicas de propiedad, incluido si un emisor cotiza en bolsa siendo de propiedad privada o de propiedad mutua, si existe propiedad de capital privado o propiedad no estratégica, y si existe influencia significativa de partes relacionadas para comprender el impacto en decisiones estratégicas, liquidez o capitalización. Las instituciones de propiedad colectiva, como muchas cámaras de compensación, se pueden ver de manera más favorable en la medida en que reducen los conflictos de intereses entre la gestión del riesgo y la maximización de los ingresos.

Fuente: Fitch Ratings.

Perfil de Negocio

	aaa	aa	a	bbb	bb	b	ccc y menores
Franquicia	Franquicia dominante en múltiples segmentos de negocio o geografías. Probabilidad de que perduren las ventajas competitivas fuertes. Tiene ventajas competitivas fuertes y poder de fijación de precios en segmentos de	Franquicia líder en múltiples segmentos de negocio o geografías. Probabilidad de que perduren en el largo plazo las ventajas competitivas sólidas. Ventajas competitivas demostradas y poder de fijación de precios. Estas fortalezas se mantienen en múltiples ciclos económicos.	Franquicia fuerte en mercados o negocios clave. Tiene una franquicia líder en algunos segmentos de operación o geografías clave. Ventajas competitivas demostradas y poder de fijación de precios en	Franquicia adecuada en geografías. Opera en mercados algo menos desarrollados o con ventajas competitivas limitadas o poder de fijación de precios limitado en los principales segmentos operativos.	Franquicia moderada en segmento de negocio clave o geografías. Opera en mercados un tanto menos desarrollados o con ventajas competitivas limitadas y, en general, es tomador de precios en los segmentos operativos	Puede tener una franquicia menor en un segmento de negocio clave o geografías. Opera en mercados menos desarrollados o no tiene una ventaja competitiva discernible. Historial	Opera en mercados subdesarrollados o no tiene un valor de franquicia discernible o ventaja competitiva. Historial operativo extremadamente limitado.

	operación principales. Estas fortalezas se mantienen a través de los ciclos económicos.		segmentos de operación clave.		principales. Historial operativo limitado.	operativo muy limitado.	
Modelo de Negocio	Modelo de negocio sumamente diverso y estable a lo largo de múltiples segmentos de operación o geografías. Masa crítica mantenida en todos los segmentos de negocios y geografías en las que opera. Dependencia mínima de negocios inestables.	Modelo de negocio muy diverso y estable a lo largo de múltiples segmentos de operación o geografías. Mantiene la masa crítica en la mayoría de los segmentos comerciales y geografías en las que opera. Dependencia moderada de negocios inestables.	Modelo de negocio diverso y estable. Masa crítica mantenida en segmentos operativos o geografías clave en las que opera. Dependencia notable de negocios inestables.	Modelo de negocio menos estable o diverso, potencialmente dominado por un segmento operativo o geografía clave. Mayor dependencia de negocios inestables.	Modelo de negocio menos diverso y estable, potencialmente con más especialización en un segmento operativo clave o economías menos estables/avanzadas. Dependencia significativa de negocios inestables.	Estabilidad limitada del modelo de negocio. Puede ser completamente dependiente de negocios o economías volátiles.	El modelo de negocios evoluciona rápidamente u opera en un ambiente económico inestable.
Estructura Organizacional	Complejidad de la estructura organizacional acorde con el modelo de negocios 'aaa/aa'. Las principales entidades legales existen por claras razones de negocio. Alta visibilidad en principales entidades legales.	Complejidad de la estructura organizacional acorde con el modelo de negocio 'a/bbb'. Complejidad potencialmente mayor de la estructura organizacional. Buena visibilidad en las principales entidades legales.			Complejidad significativa de la estructura organizacional. Potencialmente con visibilidad limitada de principales entidades legales.		Estructura organizacional altamente compleja, opaca o sustancialmente cambiante.

Fuente: Fitch Ratings.

II.3 – Evaluación de la Administración y Estrategia

La evaluación de la administración y estrategia de Fitch considera los siguientes subfactores:

- calidad de la administración;
- gobierno corporativo;
- objetivos estratégicos;
- ejecución.

Importancia de esta Evaluación

Una evaluación de la administración, el gobierno corporativo, los objetivos estratégicos y la ejecución es uno de los aspectos menos tangibles de su análisis fundamental, pero es importante al considerar cómo se maneja una institución, por ejemplo, a través del establecimiento de metas particulares de negocio o financieras, el desarrollo de una estrategia para perseguir esas metas y demostrar una capacidad para cumplir estas metas, todas las cuales proporcionan un entendimiento de las motivaciones y los incentivos dentro de la institución.

Una evaluación de la administración y la estrategia suele estar condicionada y frecuentemente limitada por las evaluaciones del entorno operativo y del perfil de negocio, a menos que Fitch considere que los elementos evaluados están aislados de los efectos de los entornos operativos y del modelo de negocio de la institución financiera no bancaria. En entornos operativos más débiles, los asuntos de gobierno corporativo tienden a ser más relevantes, es más probable que los objetivos estratégicos cambien con el tiempo o sean más oportunistas, y la ejecución de la estrategia es frecuentemente más difícil. Es posible que la administración y la estrategia sean evaluadas por encima de la del entorno operativo (por ejemplo, un muy buen equipo administrativo que opera en un entorno débil). Sin embargo, en tales casos, es probable que la evaluación asignada a la administración y la estrategia sea de baja influencia para la calificación si la mejor calidad de la administración no es capaz de ejercer influencia significativa en el perfil general de riesgo.

La calidad y efectividad de la administración se refleja en los individuos y la estructura general de la administración, así como en otros factores como gobierno corporativo y estrategia. Mientras que esto, aparentemente, es una evaluación subjetiva, a menudo habrá alguna

evidencia tangible de la efectividad de la administración a través de su impacto en las métricas financieras o de riesgo.

Las siguientes tablas identifican aquellos atributos de la administración y la estrategia que Fitch ha definido como “fundamentales” contra “complementarios”, junto con una indicación de cómo cada atributo es evaluado normalmente. La matriz de subfactores/categorías de calificación que las acompañan proporciona características representativas que ayudan en la determinación de la evaluación general asignada al factor en cada caso.

Calidad de la Administración

Atributo	Fundamental contra complementario	Descripción
Profundidad y Credibilidad de la Alta Gerencia	Fundamental	Un equipo de administración sólido demostrará un alto grado de credibilidad, experiencia, competencia, capacidad y profundidad, de acuerdo con el tamaño y la complejidad de la institución. El impacto de cualquier rotación se considera en el contexto de la existencia de planes de sucesión (cuando el riesgo de persona clave está presente) o las cualidades aportadas por el personal entrante en los casos en que esas personas tienen un historial comprobado en instituciones similares o empresas en otros lugares.
Cultura Corporativa	Complementario	Una identidad cultural fuerte puede ayudar a asegurar que las prácticas de negocio consistentes y de largo plazo se adopten en toda la organización y se mantengan cuando haya transiciones del equipo administrativo y a través de los ciclos de negocios. Esto puede ser beneficioso para la evaluación de calidad de la administración.
Riesgo de Persona Clave	Complementario	Instituciones de nicho más pequeñas pueden depender de un individuo específico o un pequeño grupo de individuos clave, a menudo los fundadores de la institución. Fitch espera que la estructura de la alta gerencia de una institución sea proporcional a su escala y complejidad, pero a menudo considera que cualquier dependencia de los individuos clave es una limitación, independientemente de lo bien intencionada que sea, ya que una salida podría causar una interrupción importante en las perspectivas de negocio futuras de la organización y dañar su franquicia. En el caso de determinados administradores de inversión, también pueden producirse eventos detonantes en los documentos que rigen el fondo (como los acuerdos de asociación limitada [LP; siglas en inglés] o los artículos de constitución) que permitirían amortizaciones o retiradas tempranas por parte de los LP o la retirada de un socio general si una persona clave abandona la empresa. Si hay detonantes significativos que se desencadenan fácilmente y crean llamadas de liquidez potencialmente significativas, es probable que esto sea una limitación.

Fuente: Fitch Ratings.

Gobierno Corporativo

Atributo	Fundamental contra complementario	Descripción
Protección de Derechos de los Acreedores	Fundamental	Fitch considera la medida en la cual las prácticas de gobierno intrínsecas de una institución financiera no bancaria brindan una protección razonable a los intereses de los acreedores o si estos últimos pueden sufrir a costa de los intereses de otras partes interesadas, particularmente de accionistas, la administración, o debido a la influencia del gobierno. Fitch considera la efectividad del consejo de supervisión de forma colectiva, ya sea que comprenda suficiente experiencia, recursos, independencia y credibilidad, para supervisar efectivamente a la administración.
Calidad de los Informes Financieros y Procesos de Auditoría	Complementario	En casos en los que se percibe que hay debilidades en el reporte financiero (calidad, frecuencia y/u oportunidad) comparado con las mejores prácticas internacionales, o cuando los procesos de auditoría internos o externos parezcan menos robustos en relación con el entorno operativo, Fitch puede asignar una evaluación más baja al gobierno corporativo.
Transacciones con Partes Relacionadas	Complementario	La existencia de transacciones importantes con partes relacionadas puede ser negativa para la evaluación del gobierno corporativo. Su volumen, los términos en que son acordadas y los procedimientos internos para su revisión y aprobación son elementos clave de esta evaluación.
Administración de Posibles Conflictos de Interés de Inversión	Complementario (para BDC y Administradores de Inversiones)	Fitch evaluará la estructura de gobierno establecida por la compañía de gestión para evaluar posibles conflictos de interés. Las políticas pueden permitir establecer posiciones de capital y deuda en la misma compañía en diferentes vehículos de inversión. En las empresas que se encuentran en proceso de reestructura o que enfrentan bancarrota potencial, la propiedad de intereses tanto de deuda como de capital puede presentar conflictos de interés sustanciales. Fitch evaluará las políticas y los procedimientos de asignación y la participación de la junta directiva para limitar los riesgos que tales conflictos pueden implicar.
Administración Interna contra Externa	Complementario (para BDC y REIT hipotecarios)	Para las BDC y los REIT hipotecarios, Fitch se enfoca en si la compañía es administrada interna o externamente. Las entidades de administración externa suelen ser administradas por empresas afiliadas que, a través de un acuerdo de administración, proporcionan todos los servicios gerenciales y operativos. Desde una perspectiva de gobierno corporativo, Fitch generalmente tiene una visión más favorable de los equipos de administración interna que de los equipos de administración externa, porque los equipos de administración interna están dedicados exclusivamente

al emisor en cuestión, lo que minimiza los conflictos de interés. La administración externa puede tener varios vehículos de inversión en virtud de la administración, con objetivos de inversión potencialmente superpuestos.

Estructuras Privadas/Sociedades	Complementario	Algunas instituciones financieras no bancarias son privadas o están estructuradas como sociedades. Esto puede dificultar la visión de la administración y significa que los gerentes que también son socios en la empresa actúan como agentes y directores al mismo tiempo, lo que podría afectar la evaluación de la gobernanza. Si los socios gerentes actúan con prudencia teniendo en mente los intereses generales de la empresa y toman acciones moderadas o sufren personalmente las consecuencias económicas de una toma de riesgos excesiva, la evaluación de la gobernanza podría verse influida positivamente. Por el contrario, la toma de decisiones sin control por parte de los individuos puede ser negativa para la evaluación de la gobernanza.
---------------------------------	----------------	---

Fuente: Fitch Ratings.

Objetivos Estratégicos

Atributo	Fundamental contra complementario	Descripción
Metas Estratégicas Cuantitativas	Fundamental	Los objetivos estratégicos de una institución son un reflejo de sus objetivos de negocio y financieros, que pueden incluir objetivos de negocio para la posición/participación del mercado o indicadores financieros. El cumplimiento de estos objetivos impulsa la toma de decisiones en toda la organización y, a menudo, motiva a la administración y los empleados. Fitch considerará qué tan alcanzables y sostenibles son los objetivos y evaluará los supuestos subyacentes en cuanto a plausibilidad, consistencia y adecuación, tales como tomar en cuenta los desafíos planteados por el entorno operativo de la institución financiera no bancaria, el modelo de negocios y la posición del mercado. La evaluación de los objetivos estratégicos generalmente está influenciada por la medida en que los objetivos financieros y comerciales se articulan de manera clara y consistente y si la dirección estratégica parece apropiada para el entorno operativo de la institución financiera no bancaria, el perfil de negocio, la posición competitiva y la experiencia administrativa.
Marco Estratégico Cualitativo	Fundamental	La evaluación de los objetivos estratégicos refleja hasta qué punto la estrategia a mediano/largo plazo está bien estructurada, es cohesiva y sólida, se comunica de manera efectiva a los accionistas y equilibra los riesgos y las recompensas. Fitch considerará las filosofías estratégicas clave de la administración, por ejemplo, el crecimiento orgánico frente al crecimiento por adquisiciones o la expansión regional/internacional frente a la concentración en los mercados nacionales, ya que esto puede resaltar fortalezas o debilidades en el plan estratégico. La evaluación de Fitch puede verse afectada negativamente si el modelo de negocio de una institución financiera no bancaria cambia significativamente y con frecuencia en el tiempo (ya sea debido al desarrollo orgánico o a fusiones/adquisiciones) o si la entidad se reestructura de manera significativa.
Divulgación	Complementario	Cuando los presupuestos o las proyecciones no están disponibles para respaldar la articulación de la administración de la dirección estratégica, Fitch utiliza su juicio para determinar la idoneidad y factibilidad de la narrativa y los supuestos subyacentes.

Fuente: Fitch Ratings.

Ejecución

Atributo	Fundamental contra complementario	Descripción
Historial de Cumplimiento de Objetivos Declarados	Fundamental	Fitch considera el historial de ejecución de la institución financiera no bancaria frente a sus metas y objetivos establecidos en múltiples períodos, y en el contexto de cuán realistas o apropiados son los objetivos financieros y de negocio. La imposibilidad de alcanzar un objetivo estratégico (incluida una métrica financiera específica) en un solo período de presentación de informes no necesariamente dará como resultado una evaluación más débil siempre que Fitch considere que el objetivo estratégico se puede lograr en un horizonte de mediano plazo.
Actividad de Fusiones y Adquisiciones	Complementario	La ejecución deficiente o lenta de una iniciativa de fusión, adquisición o reestructura, o cuando Fitch considere que existe un historial inconsistente de ejecución de tales transacciones o iniciativas, probablemente dará como resultado una evaluación de ejecución más baja. La ejecución efectiva de una adquisición de negocios acorde con el plan puede influenciar positivamente la evaluación de la ejecución. Si Fitch considera que el riesgo de ejecución futuro será elevado, esto también se tendrá en cuenta en la evaluación de Fitch de la ejecución de una institución financiera no bancaria.

Fuente: Fitch Ratings.

Administración y Estrategia

	aaa	aa	a	bbb	bb	b	ccc y menores
Calidad de la Administración	La administración tiene un grado inigualable de profundidad y experiencia. No existe el riesgo de persona clave. La administración mantiene un grado fuerte de credibilidad entre todas las principales partes interesadas a través de los ciclos económicos. La institución tiene una cultura corporativa sólida y consistente.	La administración tiene un muy alto grado de profundidad y experiencia. El riesgo de persona clave es limitado. La administración ha mantenido un grado muy alto de credibilidad entre todas las principales partes interesadas durante un período prolongado. La institución tiene una cultura corporativa sólida y consistente.	La administración tiene un alto grado de profundidad y experiencia. El riesgo de persona clave es modesto. La administración mantiene un grado alto de credibilidad entre las principales partes interesadas. La institución tiene una cultura corporativa buena y consistente.	La administración tiene un buen grado de profundidad y experiencia. El riesgo de persona clave es moderado. La administración tiene un buen nivel de credibilidad entre la mayoría de las partes interesadas. La cultura corporativa es fuerte, pero puede ser menos consistente que entidades con calificaciones más altas.	La administración tiene un grado aceptable de profundidad y experiencia, pero notablemente menor que entidades con calificaciones más altas. El riesgo de persona clave es elevado. La dependencia en personas clave puede ser más predominante que en entidades con calificaciones más altas.	La administración puede tener evidentes debilidades, incluida la falta de profundidad o experiencia. El riesgo de persona clave es alto.	Las deficiencias en la administración pueden ser significativas.
Gobierno Corporativo	Un gobierno corporativo muy fuerte, que proporciona una protección robusta de los intereses de los acreedores. Una supervisión del consejo muy efectiva, información financiera de alta calidad y frecuente, y transacciones con partes relacionadas muy limitadas.	Gobierno corporativo sólido, que proporciona una protección razonable de los intereses de los acreedores. Una supervisión del consejo efectiva, información financiera de buena calidad y transacciones con partes relacionadas limitadas.	Gobierno corporativo sólido, que proporciona una protección razonable de los intereses de los acreedores. Una supervisión del consejo efectiva, información financiera de buena calidad y transacciones con partes relacionadas limitadas.	El gobierno corporativo es menos desarrollado que el de pares con calificación más alta, pero sin presentar claramente riesgos significativos para los acreedores.	El gobierno corporativo da lugar a riesgos significativos para acreedores debido a una supervisión débil del consejo, información financiera deficiente o transacciones con partes relacionadas significativas.	El gobierno corporativo da lugar a riesgos importantes para los acreedores debido a una supervisión del consejo muy débil, deficiencias contables considerables o transacciones con partes relacionadas muy grandes.	
Objetivos Estratégicos	Los objetivos estratégicos están claramente expresados y reflejan niveles sostenibles de desempeño comercial y financiero a largo plazo. Los objetivos estratégicos permanecen altamente consistentes durante un período prolongado.	Los objetivos estratégicos están claramente expresados y reflejan un nivel sostenible de desempeño comercial y financiero a largo plazo. Los objetivos estratégicos son muy consistentes a lo largo del tiempo.	Los objetivos estratégicos están bien expresados y reflejan un nivel de desempeño comercial y financiero de mediano plazo. Los objetivos estratégicos pueden cambiar moderadamente con el tiempo.	Los objetivos estratégicos están documentados y reflejan un nivel de desempeño comercial y financiero de mediano plazo. Los objetivos estratégicos pueden cambiar con el tiempo y ser más oportunistas.	Los objetivos estratégicos pueden no estar claramente expresados y/o reflejan un nivel de desempeño comercial y financiero a corto plazo. Los objetivos estratégicos pueden cambiar según las oportunidades de mercado o entornos económicos menos estables.	Los objetivos estratégicos no están expresados y reflejan un nivel de desempeño comercial y financiero a corto plazo. Los objetivos estratégicos cambian frecuentemente, incluso debido a la volatilidad del entorno económico.	Se carece de objetivos estratégicos o generalmente son altamente variables debido a un entorno económico u operativo inestable.

Continúa en la siguiente página.
Fuente: Fitch Ratings.

Administración y Estrategia (Continuación)

	aaa	aa	a	bbb	bb	b	ccc y menores
Ejecución	La institución cumple consistentemente con sus metas comerciales y objetivos financieros a través de ciclos económicos y/o de mercado.	La institución rutinariamente cumple con los objetivos comerciales y financieros, con una variabilidad muy limitada durante los ciclos económicos o de mercado.	La institución cumple generalmente con sus metas comerciales y objetivos financieros, aunque con una variabilidad modesta durante ciclos económicos y/o de mercado.	La institución cumple generalmente con sus metas comerciales y objetivos financieros. La ejecución puede ser más variable con los cambios en los ciclos económicos y/o de mercado.	La institución a menudo no puede cumplir con los objetivos comerciales y financieros, o tiene un historial de ejecución limitado. La ejecución podría ser variable con base en los cambios en los ciclos económicos o de mercado.	La institución a menudo no puede cumplir con los objetivos comerciales y financieros, o tiene un historial de ejecución extremadamente limitado. La ejecución podría ser sumamente variable con base en los cambios en los ciclos económicos o de mercado.	La institución no cumple con sus objetivos comerciales y financieros, o no tiene un historial de ejecución.

Fuente: Fitch Ratings.

II.4 Evaluación del Perfil de Riesgo

Importancia de esta Evaluación

La evaluación de los estándares de originación, los controles de riesgo, el crecimiento y el riesgo de mercado de una empresa son consideraciones importantes al determinar el perfil de riesgo de crédito individual de una institución financiera no bancaria, ya que al final llevan a cambios en las métricas financieras clave de la institución financiera no bancaria. Fitch aplicará su propio juicio en cuanto al grado de riesgo inherente en una línea de negocio, producto o estrategia en particular.

El análisis de Fitch del perfil de riesgo está centrado en aquellos riesgos que tienen una influencia relevante en el perfil crediticio general. La evaluación del perfil de riesgo suele estar condicionada y frecuentemente limitada por la evaluación del perfil de negocio y del entorno operativo, a menos que Fitch considere que los riesgos subyacentes pueden ser aislados de los efectos del entorno(s) operativo(s) de la institución financiera no bancaria y del modelo/estrategia de negocios elegido. Es posible que la evaluación del perfil de riesgo sea más alta que la del entorno operativo o la del perfil de negocio (por ejemplo, un perfil de riesgo “atípico” muy bajo en comparación con el entorno o modelo operativo). Sin embargo, se esperaría que un perfil de riesgo muy bajo se reflejara en una calidad de activos consistentemente mejor y volatilidad menor de ingresos.

La estabilidad de los resultados a través del ciclo puede ser un indicador útil del perfil de riesgo. Un alto perfil de riesgo se puede mitigar parcialmente empleando controles de riesgo fuertes, garantías y fijación de precios basada en riesgos, aunque el rango de calificación natural para instituciones financieras no bancarias con un perfil de riesgo inherentemente más alto será, en general, más bajo que para aquellas instituciones financieras no bancarias cuyo perfil de riesgo es considerado por Fitch como modesto o mejor manejado. Además, los riesgos se pueden considerar altos en instituciones financieras no bancarias con apetitos de riesgo declarados como bajos si los controles se consideran débiles o han sido ineficaces.

La evaluación de controles de riesgo incluye consideración de riesgos no financieros, tales como riesgos operativos, reputacionales, legales, regulatorios y/o cibernéticos cuando estos son sustanciales para la institución o una parte integral del modelo de negocio o la(s) jurisdicción(es) en que opera.

Fitch analizará aquellos aspectos del riesgo de mercado que son considerados relevantes para la evaluación general del perfil de riesgo. La forma más típica de riesgo de mercado es el riesgo de tasa de interés debido a la función de transformación del vencimiento fundamental de muchas instituciones financieras no bancarias, pero la evaluación incluirá otros elementos, tales como riesgos de valuación, derivados y de tipo de cambio cuando estos sean considerables. Los riesgos de mercado serán más altos para instituciones con operaciones importantes de intermediación o cuando la actividad internacional o la estructura del balance generen riesgos de tipo de cambio, por lo que este factor puede tomar mayor importancia relativa en estos casos.

Las siguientes tablas identifican aquellos atributos de perfil de riesgo que Fitch ha definido como “fundamentales” contra “complementarios”, junto con una indicación de cómo cada atributo se suele evaluar. La matriz de subfactores/categorías de calificación que las acompañan proporciona características representativas que ayudan en la determinación de la evaluación general asignada al factor en cada caso.

II.4.a Sociedades de Corretaje de Valores

La evaluación de Fitch del perfil de riesgo de las sociedades de corretaje de valores incluye los siguientes subfactores:

- controles de riesgo;
- crecimiento;
- riesgo de mercado;
- riesgo operativo.

Controles de Riesgo: Sociedades de Corretaje de Valores

Atributo	Fundamental contra complementario	Descripción
Herramientas de Gestión de Riesgos	Fundamental	La evaluación de Fitch de los controles de riesgo considera la amplitud y sofisticación de los sistemas de gestión de riesgo en relación con el perfil de riesgo de la empresa y los tipos de informes de gestión utilizados, cuando estos estén disponibles. Esto puede ayudar a indicar hasta qué punto los controles de riesgo permean en la organización en relación con los riesgos clave en los que una sociedad de corretaje de valores típica puede incurrir, como los riesgos de mercado, operativos, por reputación y crediticios. Fitch también puede incorporar cómo se evalúa el lanzamiento de nuevas actividades de negocios sustanciales en el contexto de los riesgos crediticios, de mercado, operativos y por reputación asociados, y su efecto en la franquicia en general.
Cultura y Personal	Complementario	Fitch intenta comprender el nivel de compromiso de la gestión de riesgo en toda la empresa, la variedad de comités y membresía en estos, así como la independencia y la autoridad que conllevan las funciones de riesgo. También se pueden considerar los antecedentes y niveles de experiencia de los profesionales de la gestión de riesgo.
Exposición a Riesgos No Financieros	Complementario	Si Fitch determina que una compañía ha aumentado su exposición a riesgos no financieros, como riesgos operativos, de reputación, legales, regulatorios y/o cibernéticos, esto generalmente tendrá un efecto negativo en la evaluación de los controles de riesgo. De forma similar, las deficiencias materiales en la administración de dichos riesgos normalmente tendrán un efecto negativo en la evaluación de los controles de riesgo.

Fuente: Fitch Ratings.

Crecimiento: Sociedades de Corretaje de Valores

Atributo	Fundamental contra complementario	Descripción
Tasas Absolutas y Relativas de Crecimiento	Fundamental	Fitch generalmente mide la expansión del balance contra el crecimiento económico subyacente, la retención de ganancias, el crecimiento del personal, la actividad del mercado y los promedios de pares, sectores e industrias para identificar cualquier valor atípico y evaluar la acumulación de riesgos potenciales. El rápido crecimiento puede oscurecer el análisis financiero, por ejemplo, dificultando la visión de la rotación del inventario, y puede ser indicativo de una disminución de los estándares o una desaceleración de la demanda.
Crecimiento de la Infraestructura	Complementario	El rápido crecimiento puede presentar otros desafíos, como las tensiones operativas, ya que el personal o los sistemas de <i>back-office</i> pueden no ser capaces de manejar un mayor volumen de negocios y, por lo tanto, serían negativos para la evaluación del crecimiento.

Fuente: Fitch Ratings.

Riesgo de Mercado: Sociedades de Corretaje de Valores

Atributo	Fundamental contra complementario	Descripción
Exposición a Riesgo de Mercado	Fundamental (para sociedades de corretaje de valores con alto uso de balance) Complementario (para sociedades de corretaje de valores con bajo uso de balance)	En el caso de las compañías con actividades de intermediación significativas, la evaluación del riesgo de mercado de Fitch se centra en el grado de exposición al riesgo de mercado y los medios para medirlo y gestionarlo. Estos generalmente incluyen valor en riesgo (VaR; siglas en inglés), límites de pérdida máxima (<i>stop-loss</i>), límites de concentración, análisis de sensibilidad y pruebas de estrés.

Sensibilidad a las Dinámicas del Mercado	Fundamental (para sociedades de corretaje de valores con bajo uso de balance) Complementario (para sociedades de corretaje de valores con alto uso de balance)	Aunque las sociedades de corretaje que no poseen valores en sus balances generalmente tienen una exposición limitada al riesgo de mercado, sus ingresos están fuertemente expuestos al volumen de transacciones en el mercado y, por lo tanto, la evaluación de riesgo de mercado de Fitch se centra más ampliamente en la sensibilidad del modelo de negocio a las dinámicas del mercado.
Pruebas de estrés y análisis de sensibilidad	Complementario	Cuando están disponibles, Fitch evalúa los informes de la administración de los riesgos específicos de los productos, sensibilidades y escenarios de estrés suplementario en una posición y en base consolidada. Cuando están disponibles, Fitch también revisa los informes que incluyen el valor en riesgo (VaR) ajustado utilizando escenarios de estrés de liquidez o replicando períodos históricos de estrés. Fitch evalúa el uso de límites de estrés, pero esto no es comparable entre pares. Cuando es posible, Fitch evalúa la concentración del riesgo de mercado (por producto, emisor/contraparte, industria y país) en los portafolios de negociación e inversión, y revisa la supervisión de la administración del inventario antiguo. Fitch también puede revisar las políticas en relación con las garantías y las llamadas de margen y los motivos de los cambios realizados en ellas.

Continúa en la siguiente página.
Fuente: Fitch Ratings.

Riesgo de Mercado: Sociedades de Corretaje de Valores (continuación)

Atributo	Fundamental contra complementario	Descripción
Actividad de Cobertura y Efectividad	Complementario	Las garantías y las coberturas se emplean con frecuencia para mitigar el riesgo de mercado, pero las coberturas son imperfectas y, por lo tanto, a menudo se mantiene cierto grado de exposición de mercado y de crédito. Como resultado, tanto las posiciones brutas como netas se consideran en la evaluación de Fitch en la medida en que se tiene acceso a dicha información.
Desarrollo del Mercado	Complementario	En mercados donde la volatilidad y los problemas de liquidez pueden ser extremos, se puede poner mayor énfasis en el nivel de los límites nominales/de efectivo. En los mercados emergentes, el riesgo de crédito/liquidación aún puede ser significativo. Fitch evalúa el nivel de entregas "sin pago" (a diferencia del pago en la entrega), especialmente en los mercados emergentes, donde el pago puede no ser tan inmediato.

Fuente: Fitch Ratings.

Métricas de Riesgo de Mercado: Sociedades de Corretaje de Valores

VaR Promedio/Capital tangible

VaR Estresado Según Fitch/Capital Tangible

Ingresos por Intermediación Diaria /Promedio de VaR de Intermediación

Ingresos por Transacciones Principales/Ingresos Totales

Fuente: Fitch Ratings.

Riesgo Operativo: Sociedades de Corretaje de Valores

Atributo	Fundamental contra complementario	Descripción
Marco/Infraestructura Operativos	Fundamental	La evaluación de Fitch del riesgo operativo de las sociedades de corretaje de valores se enfoca en la inversión en sistemas <i>front-office</i> , <i>middle-office</i> y <i>back-office</i> , acorde con la naturaleza del negocio, incluidos el desarrollo/la implementación de nuevos productos y las actualizaciones de sistemas. Las acumulaciones de liquidaciones, resoluciones y quejas de los clientes o un historial de problemas con el custodio de la empresa pueden ser indicadores de apoyo insuficiente del personal de <i>back-office</i> . Estos desafíos pueden exacerbarse en el caso de las instituciones que han emprendido actividades de adquisición relevantes.
Experiencia en Pérdidas Operativas	Complementario	Si Fitch determina que una empresa tiene una infraestructura de riesgo operativo o un entorno de control débil, como fallas de sistemas, procesamiento de intermediación inexacto o incumplimiento de límites (como incidentes de intermediación deshonestas), esto generalmente tendrá un efecto negativo en la evaluación de riesgos operativos, en particular en la medida que las fallas ocasionen daños a la reputación, pérdida de negocios o multas/penalizaciones excesivas. El riesgo operativo puede tener un efecto más pronunciado en negocios menos diversificados, en los que un déficit operacional puede dar como resultado daños temporales o permanentes a la franquicia principal de la compañía.

Fuente: Fitch Ratings.

Perfil de riesgo: Sociedades de Corretaje de Valores

	aaa	aa	a	bbb	bb	b	ccc y menores
Controles de Riesgo	Las herramientas de riesgo y de elaboración de informes son extremadamente sólidas. Los límites de riesgo son sumamente conservadores y se cumplen rigurosamente. Se monitorean rutinariamente los límites de riesgo, con cambios mínimos durante períodos prolongados. Los controles de riesgo se extienden por la organización. La exposición a riesgos operativos es muy baja. Los productos nuevos son revisados minuciosamente y probados antes de lanzarlos. La exposición a riesgos no financieros es muy baja.	Las herramientas de riesgo y de información son muy sólidas. Los límites de riesgo son muy conservadores. Se monitorean rutinariamente los límites de riesgo, con cambios menores durante períodos prolongados. Los controles de riesgo se extienden por la organización. La exposición a riesgos operativos es baja. Los productos nuevos son revisados minuciosamente y probados antes de lanzarlos. La exposición a riesgos no financieros es baja.	Las herramientas de riesgo y de información son sólidas. Los límites de riesgo son conservadores. Se monitorean los límites de riesgo, pero pueden cambiar con base en las condiciones del negocio. Los controles de riesgo están centralizados. La exposición a riesgos operativos es modesta. Los productos nuevos son probados minuciosamente antes de lanzarlos. La exposición a riesgos no financieros es modesta.	Las herramientas de riesgo y de información son buenas. Los límites de riesgo son fuertes y se monitorean, aunque pueden fluctuar con base en las oportunidades. Los controles de riesgo son menos generalizados en toda la organización. La exposición a riesgos operativos es moderada. Los productos nuevos son probados antes de lanzarlos. La exposición a riesgos no financieros es moderada.	Las herramientas de riesgo y de información son aceptables, pero pueden carecer de profundidad o complejidad. Los límites de riesgo se monitorean con menor frecuencia que instituciones con calificaciones más altas. Los límites de riesgo pueden cambiar con base en las oportunidades de negocio. La exposición a riesgos operativos es elevada. Los productos nuevos pueden no ser revisados o probados a fondo antes de lanzarlos. Mayor exposición a riesgos no financieros.	Las herramientas de riesgo y de información pueden ser deficientes. Los límites de riesgo son rudimentarios y no se pueden monitorear con frecuencia. La violación de los límites puede que no desencadene una atención intensa de la administración. La exposición a riesgos operativos es alta. Los productos nuevos no son probados antes de lanzarlos. La exposición a riesgos no financieros es alta.	Hay deficiencias significativas de control de riesgo. La exposición a riesgos no financieros es muy alta.
Crecimiento	Es poco probable que el crecimiento del balance o del negocio presione la solvencia o supere el crecimiento sostenible a largo plazo de los principales segmentos de negocios. El ambiente de control se adapta sistemáticamente para satisfacer volúmenes de negocio más altos.	El crecimiento del balance o del negocio rara vez presiona la solvencia o supera el crecimiento sostenible a largo plazo de los principales segmentos de negocios. El ambiente de control se adapta sistemáticamente para satisfacer volúmenes de negocio más altos.	El crecimiento del balance o del negocio puede presionar la solvencia o exceder el crecimiento sostenible a largo plazo de los principales segmentos de negocios. El ambiente de control en general se adapta adecuadamente para satisfacer volúmenes de negocio más altos.	El crecimiento del balance o del negocio con mayor frecuencia presiona la solvencia y excede el crecimiento sostenible a largo plazo de los principales segmentos de negocios. El ambiente de control puede quedar rezagado ante volúmenes de negocio más altos.	El crecimiento del balance usualmente presiona la solvencia y el crecimiento sostenible a largo plazo de los principales segmentos de negocios. El ambiente de control probablemente quede rezagado ante volúmenes de negocios más altos.	El crecimiento del balance normalmente presiona la solvencia y el crecimiento a largo plazo de los segmentos de negocios. El ambiente de control queda rezagado ante volúmenes de negocios más altos.	El crecimiento puede estar por encima de niveles sostenibles. O la compañía es incapaz de vender los activos para lograr la contracción necesaria de la hoja de balance.
Riesgo de Mercado (Directo e Indirecto)	La exposición a riesgo de mercado es muy baja. Los riesgos de tasa de interés estructural y de moneda extranjera son muy bajos en relación con los de	La exposición a riesgo de mercado es baja. Los riesgos de tasa de interés estructural y de moneda extranjera son bajos en relación con los de sus pares y están	La exposición a riesgo de mercado es modesta. Los riesgos de tasa de interés estructural y de moneda extranjera son moderados y están mitigados	La exposición a riesgo de mercado es promedio. Es probable que se empleen técnicas de cobertura adecuadas. La intermediación por cuenta propia	La exposición a riesgo de mercado es elevada. Los riesgos de mercado pueden abarcar riesgos de tasa de interés estructural y de moneda extranjera. Se	La exposición a riesgo de mercado es alta o extremadamente variable. Los riesgos no se pueden cubrir eficazmente.	Puede haber riesgo de mercado significativo. No se han establecido controles.

	sus pares. La intermediación por cuenta propia es muy baja.	mitigados apropiadamente a través de coberturas. La intermediación por cuenta propia es baja.	apropiadamente a través de coberturas. La intermediación por cuenta propia puede ser sustancial, pero tiene fuertes controles.	puede ser sustancial. Los controles pueden ser satisfactorios, pero algo inferiores a las mejores prácticas de la industria.	pueden emplear técnicas básicas de cobertura o la eficacia está algo comprometida.		
Riesgo Operativo	Infraestructura /marco de riesgo operativo muy sólidos. Historial demostrado de pérdidas operativas limitadas.	Infraestructura /marco de riesgo operativo sólidos. Historial demostrado de pérdidas operativas limitadas.	Infraestructura /marco de riesgo operativo buenos. Las pérdidas operativas significativas se corrigen rápidamente.	Adecuada infraestructura de riesgo operativo, con algunos procesos subcontratados a terceros procesadores. Se pueden generar pérdidas operativas, pero son manejables.	Limitada infraestructura de riesgo operativo, con una gran dependencia en proveedores externos. Historial de pérdidas/ problemas operativos.	Débil infraestructura de riesgo operativo. Historial de pérdidas/ problemas operativos.	Deficiencias significativas de administración de riesgo operativo.

Fuente: Fitch Ratings.

II.4.b Administradores de Inversiones

La evaluación de Fitch del perfil de riesgo de los administradores de inversiones, las compañías de inversiones y los fondos de inversión considera los siguientes subfactores:

- controles de riesgo;
- crecimiento;
- riesgo de mercado y riesgo de contraparte;
- riesgo operativo (para administradores de inversiones y fondos de inversión) o estándares de originación (para compañías de inversiones).

Controles de Riesgo: Administradores de Inversiones

Atributo	Fundamental contra complementario	Descripción
Herramientas de Gestión de Riesgo	Fundamental	Fitch evalúa la capacidad de los administradores de inversión de identificar, medir, administrar y monitorear el riesgo, con base en sus sistemas de riesgo y elaboración de informes, así como en la inversión en tecnología. Las áreas clave que Fitch toma en consideración son la independencia y efectividad de las funciones de administración de riesgo y cumplimiento, el entendimiento e involucramiento de la alta gerencia en temas de administración de riesgo y la existencia de líneas de reporte, y si existe una función a nivel corporativo que monitoree los riesgos tomados en las inversiones por los administradores individuales para evaluar su potencial impacto acumulado en el desempeño de los activos/calidad de activos, ganancias y franquicia de la compañía. La evaluación de Fitch de los controles de riesgo puede considerar los tipos de informes de gestión utilizados, cuando estos estén disponibles. Esto puede ayudar a indicar qué tanto se extienden los controles de riesgo en la organización. En el caso de las compañías de inversiones y los fondos de inversión, la supervisión e infraestructura de administración de riesgo se lleva a cabo ya sea por parte de los empleados de la sociedad de inversiones o a través de un administrador de inversiones afiliado externo. Por lo tanto, el marco de administración de riesgo a nivel del administrador de inversiones se considera cuando sea relevante. El administrador de inversiones puede proveer también el marco de riesgo y la estrategia del fondo.
Límites de Riesgo	Complementario	La evaluación de Fitch de los controles de riesgo puede también extenderse a límites formales de riesgo existentes, particularmente en el caso de empresas o fondos con exposiciones más complejas a riesgo de mercado. El análisis de Fitch tenderá a enfocarse en el VaR de una empresa o en las ganancias en riesgo, límites de pérdida máxima (<i>stop-loss</i>), concentraciones y resultados de pruebas de estrés cuando estén disponibles.
Pruebas de Escenarios	Complementario	Cuando estén disponibles y sean relevantes, Fitch evaluará las pruebas de escenarios llevadas a cabo considerando las actividades de negocio actuales/futuras y, en la medida de lo posible, evaluará el desempeño con respecto a las medidas de riesgo. En casos en los que los resultados de las pruebas de estrés se consideren relevantes, pero no estén disponibles, esto podría llevar a menores niveles de calificación individual.

Exposición a Riesgo No Financiero	Complementario	Si Fitch determina que una compañía ha detectado su exposición a riesgos no financieros, como riesgos operativos, de reputación, legal, regulatorios y/o cibernéticos, esto generalmente tendrá un efecto negativo en la evaluación de los controles de riesgo. De forma similar, las deficiencias materiales en la gestión de dichos riesgos normalmente tendrán un efecto negativo en la evaluación de los controles de riesgo.
-----------------------------------	----------------	---

Fuente: Fitch Ratings.

Crecimiento: Administradores de Inversiones

Atributo	Fundamental contra complementario	Descripción
Tasas Absolutas y Relativas de Crecimiento	Fundamental	Cuando el crecimiento ha sido orgánico, la evaluación de crecimiento de Fitch se enfoca en si la compañía posee la experiencia interna apropiada en inversión para administrar estrategias nuevas o más grandes, ya que un desempeño menor en una base relativa podría generar un daño por reputación significativo para la compañía. Fitch también busca entender por qué las tasas de crecimiento de activos administrados (F) (AUM) pueden diferir entre empresas similares.
Impactos de Crecimiento Inorgánico	Complementario	Para los administradores de inversión que han crecido rápidamente mediante adquisiciones, el éxito de una estrategia de crecimiento se mide mediante la evaluación de parámetros de adquisición y disciplina de precios, el desempeño previo y posterior a la adquisición, la rotación de clientes, las estadísticas de retención de empleados y la capacidad de gestionar la cultura empresarial.
Crecimiento de la Infraestructura	Complementario	La evaluación de Fitch puede verse negativamente afectada cuando no existe una infraestructura acorde para respaldar el crecimiento. Por otro lado, la ejecución exitosa de crecimiento medido con disciplina demostrada en infraestructura y la gestión de la integración podrían afectar positivamente la evaluación de crecimiento de Fitch si contribuyen a la franquicia al construir (F)AUM, poder de ganancias (particularmente si es una fuente estable), reputación, canales de distribución (nuevas bases de clientes) y diversificación de productos o alcance geográfico. Para las compañías de inversiones y los fondos de inversión, el crecimiento se puede ver positivamente cuando está impulsado por una fuerte apreciación de los activos.

F – Fee earning. AUM – Activos bajo administración; *assets under management*.

Fuente: Fitch Ratings.

Riesgo de Mercado y de Contraparte: Administradores de Inversiones

Atributo	Fundamental contra complementario	Descripción
Riesgo de Valuación de Activos	Fundamental	La evaluación de Fitch del riesgo de mercado considera hasta qué punto el administrador de inversiones depende de las comisiones basadas en el valor neto de los activos (VNA), dado el impacto de los movimientos de valuación en los honorarios de gestión. Este riesgo es más prevalente para los administradores de inversiones tradicionales porque operan fondos abiertos con activos relativamente líquidos. Los administradores de inversiones alternativos generalmente tienen una mayor porción de comisiones basadas en capital comprometido o capital invertido, que no se verán afectadas por movimientos de valuación subyacentes o actividad de amortización, aunque las caídas del mercado más amplias pueden disminuir el ritmo de las llamadas/inversiones de capital del fondo y, por lo tanto, presionar las tasas internas de rendimiento del fondo. El riesgo de mercado también es un importante factor de calificación crediticia individual para las compañías de inversiones, los fondos de inversión y los administradores de inversiones que convierten, ganan comisiones por desempeño o difieren las comisiones en el fondo, ya que las ganancias y el apalancamiento del balance se basarán en la valuación de inversiones de fondos subyacentes.
Proceso de Valuación de Activos	Complementario	La independencia de los procesos de valuación periódicos y si se realizan internamente o utilizando terceros puede ser una consideración importante, particularmente para las inversiones privadas, que pueden requerir técnicas de modelado o depender de ventas comparables. En tales casos, Fitch revisa la razonabilidad de la metodología de valuación, cómo la administración resuelve las inversiones problemáticas y el uso de terceros para propósitos de valuación. Las herramientas de valuación de modelos para garantizar que los procesos de valuación sean razonables y consistentes con la antigüedad de la inversión en la empresa subyacente pueden ser fundamentales. El riesgo del modelo es menos relevante para los administradores de inversiones tradicionales, dado que la mayoría de sus activos se consideran de Nivel 1 para fines contables, lo que significa que tienen un valor de mercado fácilmente disponible. Fitch puede estar conforme con el proceso de valuación de una empresa a lo largo del tiempo mediante la comparación de los valores de salida de la inversión con los valores razonables del trimestre anterior.
Riesgo de Tasas de Interés y Tipo de Cambio	Complementario	La evaluación de riesgo de mercado de Fitch también puede incluir una revisión de los métodos utilizados para medir, monitorear y controlar el riesgo de tasa de interés, que puede manifestarse de varias formas, incluidos su impacto en la generación de comisiones (como en los productos de administración de efectivo), el desempeño de la inversión (como en los fondos de renta fija) y la sensibilidad del balance (por ejemplo, para los activos de co-inversión o los pasivos a tasa variable). Cuando corresponda, Fitch también considera la sensibilidad de los ingresos a los movimientos en las tasas de interés y las divisas y si la exposición está cubierta de forma natural, con compensaciones dentro de la cartera de

		activos, o cubierta activamente con derivados. Es más probable que una exposición no cubierta considerable tenga un impacto negativo en la evaluación de riesgo de mercado de Fitch.
Calidad y Diversificación de Contrapartes	Complementario	La calidad y la diversificación de contrapartes se evalúan en el contexto de la colocación de los propios fondos excedentes del administrador de inversiones, pero también en nombre de los activos del fondo administrado, dada la posible necesidad de mover las actividades de compensación, negociación y préstamo de valores a otras partes si una contraparte enfrenta dificultades. Las concentraciones de contraparte podrían plantear mayores riesgos operativos o financieros, los que tienen un impacto negativo en la evaluación del riesgo de mercado de Fitch. Para las compañías de inversiones, la dependencia de contrapartes para la cobertura o el financiamiento es generalmente limitada y, como tal, el riesgo de contraparte suele ser un factor de baja influencia. Para los fondos de inversión, Fitch evalúa la diversidad de las relaciones de corretaje principales, que son una fuente importante de financiamiento, así como de compensación, liquidación y otros servicios. La exposición desmesurada a una sola contraparte que enfrenta dificultades financieras podría provocar la incapacidad del fondo para retirar garantías o fondos en exceso contabilizados. La diversificación de estas contrapartes puede tener una influencia positiva en la evaluación del riesgo de mercado, aunque esto se equilibra con el mayor costo y la posible pérdida de eficiencia durante la revisión de las relaciones de corretaje principales. Fitch también busca entender hasta qué punto un fondo de inversión requiere la segregación de sus activos, incluidas garantías, o límites en la rehipotecación en el corredor de bolsa para garantizar el acceso a sus valores en caso de que su corredor principal enfrente dificultades.

Fuente: Fitch Ratings.

Riesgo Operativo: Administradores de Inversiones

Atributo	Fundamental contra complementario	Descripción
Marco/Infra-estructura Operativo	Fundamental	Al evaluar el riesgo operativo, Fitch considera los procesos vigentes relacionados con el desempeño en materia de cumplimiento, operaciones, crédito o inversiones. Si Fitch determina que la infraestructura operativa es débil o que el riesgo operativo no está bien controlado, es probable que afecte negativamente la evaluación del riesgo operativo de Fitch, dado el potencial de riesgo por reputación, legal o ambos. Para los fondos de inversión, el riesgo operativo puede ser una consideración importante, particularmente si el fondo se enfoca en estrategias de negociación que involucran complejidad, volumen o automatización altos. Para las compañías de inversiones, el riesgo operativo suele ser un factor de baja influencia, dado un número menor (relativo) de inversiones y una rotación de inversión (relativa) menos frecuente. Además, como la creación de valor se basa normalmente en la apreciación de activos, Fitch tiende a poner más énfasis en los estándares de originación de las compañías de inversiones en términos de contratación, debida diligencia, revisión del comité de inversión, estructuración y monitoreo.
Subcontratación Operativa	Complementario	Muchos administradores de inversiones, compañías de inversiones y fondos de inversión subcontratan procesadores externos para funciones operativas clave, como custodios de activos, servicios de fijación de precios independientes o procesadores de negociaciones. En tales casos, el riesgo operativo todavía existe, pero está controlado por la administración de la empresa y el análisis de sus proveedores. La evaluación de riesgos operativos de Fitch puede considerar cómo se administran la selección y retención del proveedor.
Historial de Pérdidas Operativas	Complementario	Otro posible indicador de la calidad de la gestión del riesgo operativo es el historial de pérdidas operativas pasadas, si está disponible. La mayoría de las empresas que cotizan en bolsa discutirán pérdidas significativas en sus revelaciones financieras. En el caso de las empresas privadas, Fitch buscará revisar un registro de tales pérdidas para comprender su naturaleza y si se han establecido controles suficientes para que su recurrencia sea menos probable.

Fuente: Fitch Ratings.

Perfil de Riesgo: Administradores de Inversiones

	aaa	aa	a	bbb	bb	b	ccc y menores
Controles de Riesgo	Las herramientas de riesgo y de elaboración de informes son extremadamente sólidas. Se monitorean rutinariamente los límites de riesgo, con cambios mínimos durante períodos prolongados. Las tendencias nuevas de sector y las estrategias son revisados a fondo y probados antes del lanzamiento. La exposición a riesgos no financieros es muy baja.	Las herramientas de riesgo y de información son muy sólidas. Se monitorean rutinariamente los límites de riesgo, con cambios menores durante períodos prolongados. Las tendencias nuevas del sector y las estrategias son revisados minuciosamente y probados antes del lanzamiento. La exposición a riesgos no financieros es baja.	Las herramientas de riesgo y de información son sólidas. Se monitorean los límites de riesgo, pero pueden cambiar con base en las condiciones del negocio. Las tendencias nuevas del sector y las estrategias son probados minuciosamente antes del lanzamiento. La exposición a riesgos no financieros es modesta.	Las herramientas de riesgo y de información son buenas. Los límites de riesgo son fuertes y se monitorean, aunque pueden fluctuar con base en las oportunidades. Las tendencias nuevas del sector y las estrategias son probados antes del lanzamiento. La exposición a riesgos no financieros es moderada.	Las herramientas de riesgo y de información son aceptables, pero pueden carecer de profundidad o complejidad. Los límites de riesgo pueden cambiar con base en las oportunidades de negocio. Puede que las tendencias nuevas del sector y las estrategias no sean revisados o probados completamente antes del lanzamiento. Mayor exposición a riesgos no financieros.	Las herramientas de riesgo y de información pueden ser deficientes. Los límites de riesgo son rudimentarios y no se pueden monitorear con frecuencia. Las tendencias nuevas del sector y las nuevas estrategias no son probados antes del lanzamiento. La exposición a riesgos no financieros es alta.	Hay deficiencias significativas de control de riesgo. La exposición a riesgos no financieros es muy alta.
Crecimiento	El crecimiento de (F)AUM o del negocio está alineado con las oportunidades de mercado. El ambiente de control se adapta sistemáticamente para satisfacer volúmenes de negocio más altos.	El crecimiento de (F)AUM o del negocio está generalmente alineado con las oportunidades de mercado. El ambiente de control se adapta sistemáticamente para satisfacer volúmenes de negocio más altos.	El crecimiento de (F)AUM o del negocio está generalmente alineado con las oportunidades de mercado. El ambiente de control se adapta adecuadamente para satisfacer volúmenes de negocio más altos.	El crecimiento de (F)AUM o del negocio puede superar moderadamente las oportunidades de mercado. El ambiente de control se puede quedar atrás de volúmenes de negocio más altos.	El crecimiento de (F)AUM o del negocio puede superar significativamente las oportunidades de mercado. El ambiente de control probablemente se queda atrás ante volúmenes de negocios más altos.	El crecimiento de (F)AUM o del negocio puede superar considerablemente las oportunidades de mercado. El ambiente de control se queda atrás ante volúmenes de negocios más altos.	El crecimiento de (F)AUM puede estar muy por encima de niveles sostenibles.
Riesgo de Mercado y Riesgo de Contraparte	La exposición a riesgo de mercado es muy baja. Los riesgos de tasa de interés y de moneda extranjera son muy bajos en comparación con los de sus pares. La valuación de la cartera es completamente independiente. El riesgo de contraparte está extremadamente bien administrado y diversificado.	La exposición a riesgo de mercado es baja. Los riesgos de tasa de interés y de moneda extranjera son bajos en comparación con los de sus pares y se mitigan apropiadamente. La valuación de la cartera es completamente independiente. El riesgo de contraparte está bien administrado y diversificado.	La exposición a riesgo de mercado es modesta. Los riesgos de tasa de interés y de moneda extranjera son moderados y se mitigan apropiadamente. La valuación de la cartera es completamente independiente. El riesgo de contraparte está razonablemente administrado y diversificado.	La exposición a riesgo de mercado es promedio. Los riesgos de tasa de interés y de moneda extranjera se mitigan apropiadamente. La valuación de la cartera involucra a terceros independientes. El riesgo de contraparte está adecuadamente administrado y diversificado.	La exposición a riesgo de mercado es elevada. Se pueden emplear técnicas básicas de cobertura o la eficacia está algo comprometida. La valuación de la cartera es interna. La gestión de riesgos de contraparte es inferior a la media, con una diversificación limitada.	La exposición a riesgo de mercado es alta o altamente variable. Es posible que los riesgos no puedan cubrirse eficazmente. Gestión de riesgos de contraparte débil con alta concentración.	Puede haber riesgos de mercado significativos relacionados con tasas de interés o moneda extranjera.
Riesgo Operativo	Infraestructura/marco de riesgo operativo muy sólidos. Historial demostrado de pérdidas operativas limitadas.	Infraestructura/marco de riesgo operativo sólidos. Historial demostrado de pérdidas operativas limitadas.	Infraestructura/marco de riesgo operativo buenos. Las pérdidas operativas significativas se corrigen rápidamente.	Infraestructura de riesgo operativo adecuada, con algunos procesos subcontratados con terceros procesadores. Se pueden generar pérdidas	Limitada infraestructura de riesgo operativo, con una gran dependencia en proveedores externos. Historial de pérdidas/problemas operativos.	Débil infraestructura de riesgo operativo. Historial de pérdidas/problemas operativos.	Deficiencias significativas de administración de riesgo operativo y de contraparte.

operativas, pero son manejables.

F – Fee earning. AUM – Activos bajo administración; *assets under management*.
Fuente: Fitch Ratings.

II.4.c Compañías de Desarrollo de Negocios (BDC)

La evaluación de Fitch del perfil de riesgo de las BDC considera los siguientes subfactores:

- estándares de originación;
- controles de riesgo;
- crecimiento;
- riesgo de mercado.

Estándares de Originación: Compañías de Desarrollo de Negocios

Atributo	Fundamental contra complementario	Descripción
Construcción de la Cartera	Fundamental	Fitch intenta identificar el perfil de riesgo general de una BDC mediante la revisión de la construcción de la cartera, los rendimientos, las concentraciones de la industria y del emisor, y las estadísticas subyacentes de la cartera de la compañía, incluidos el EBITDA promedio, el apalancamiento, la cobertura de intereses y la exposición a préstamos con limitaciones bajas. Una BDC que genera rendimientos de cartera desmesurados en relación con los de sus pares podría indicar una capacidad para identificar y estructurar inversiones únicas y complejas que requieren un mayor rendimiento, lo que podría ser un factor positivo o podría indicar un mayor perfil de riesgo, lo que sería un factor negativo. Una observación del desempeño de la cartera durante un período prolongado ayuda a Fitch en su capacidad para diferenciar entre estas dos posibilidades.
Proceso de Originación	Complementario	La evaluación de Fitch de los estándares de originación de una BDC considera la contratación, la debida diligencia, la revisión del comité de inversión, la estructuración, el financiamiento y el monitoreo. Fitch puede revisar los memorandos de inversión y otros documentos de originación, cuando estén disponibles, para evaluar si el proceso es integral, particularmente cuando la BDC no tiene un historial de originación largo y establecido. Fitch también se enfoca en el desarrollo y monitoreo de las relaciones clave para comprender los riesgos de concentración y el potencial de selección adversa.
Desempeño y Consistencia de Cartera	Complementario	La cultura de crédito y los estándares de la BDC generalmente deberían mostrar consistencia, aunque Fitch reconoce que el volumen de originación de una BDC puede variar hasta cierto punto en función de las condiciones del mercado. A lo largo del tiempo, se forma una opinión sobre la perspicacia y consistencia de la originación de la BDC, lo que se observa mejor según el desempeño a través de un ciclo económico completo. En ausencia de esa información, Fitch buscará información sobre el desempeño previo de la administración en cuanto a la gestión de activos y estructuras similares a través de una variedad de condiciones de mercado, aunque un historial operativo corto es generalmente un factor limitante de calificación. La evidencia de originación fuerte y consistente durante un período prolongado puede influir positivamente en la evaluación de Fitch de los estándares de originación.

Fuente: Fitch Ratings.

Controles de Riesgo: Compañías de Desarrollo de Negocio

Atributo	Fundamental contra complementario	Descripción
Herramientas de Gestión de Riesgo	Fundamental	La evaluación de Fitch de los controles de riesgo de las BDC puede verse influida positivamente por las herramientas de gestión de riesgo sólidas y eficaces que permiten a la BDC adherirse de forma eficaz a su marco de perfil de riesgo y a los estándares de originación. En general, estas incluyen límites relacionados con las concentraciones de emisores, los riesgos de mercado y los controles operativos. También pueden incluir herramientas como calificaciones internas, listas de comprobaciones u otras escalas de supervisión de riesgo.
Informes de Riesgo	Complementario	La evaluación de Fitch de los controles de riesgo puede también considerar los tipos de informes de gestión utilizados, cuando estos estén disponibles. Esto puede ayudar a indicar hasta qué punto los controles de riesgo se extienden por la organización en relación con los riesgos clave que puede enfrentar la BDC, tales como los riesgos crediticios, de mercado y operativos. Un factor negativo en la evaluación de Fitch de los

	controles de riesgo de una BDC serían deficiencias en la gestión de riesgos operativos que ya se han manifestado y no se han solucionado.
Exposición a Riesgo Complementario No Financiero	Si Fitch determina que una compañía ha detectado su exposición a riesgos no financieros, como riesgos operativos, de reputación, legal, regulatorios y/o cibernéticos, esto generalmente tendrá un efecto negativo en la evaluación de los controles de riesgo. De forma similar, las deficiencias materiales en la gestión de dichos riesgos normalmente tendrán un efecto negativo en la evaluación de los controles de riesgo.

Fuente: Fitch Ratings.

Crecimiento: Compañías de Desarrollo de Negocios

Atributo	Fundamental contra complementario	Descripción
Tasas Absolutas y Relativas de Crecimiento	Fundamental	El crecimiento de una BDC se evalúa en términos absolutos y relativos en función de las oportunidades de mercado, las condiciones de originación y la propia experiencia de la compañía y su historial en el sector. Un crecimiento desmesurado en condiciones de mercado competitivas, caracterizado por diferenciales más estrechos, un mayor apalancamiento y un conjunto de obligaciones (<i>covenants</i>) más débil, podría aumentar los riesgos de concentraciones en las cosechas y dar lugar a posibles problemas de calidad de los activos en el camino, lo que se observaría de forma negativa. Fitch evalúa si el tamaño y las relaciones de la BDC le proporcionan más selectividad de acuerdos y flexibilidad de estructuración a pesar de unas condiciones de mercado más duras, pero sacrificar la calidad por crecimiento tendría un impacto negativo en la evaluación de Fitch.
Crecimiento de la Infraestructura	Complementario	La evaluación de Fitch del crecimiento también considera si la infraestructura de la BDC se está expandiendo adecuadamente para gestionar una cartera más amplia. El crecimiento de la infraestructura debe abarcar profesionales de inversión de primera línea, contabilidad de <i>back-office</i> , asistencia financiera y administrativa y recursos tecnológicos. La expansión a nuevas tendencias del sector también se debe medir y acompañar de un crecimiento proporcional en personal con la cualificación adecuada. Si no se invierte lo suficiente en la plataforma operativa, podrían producirse pérdidas de crédito u operativas, lo que tendría un impacto negativo en la evaluación de Fitch.

Fuente: Fitch Ratings.

Riesgo de Mercado: Compañías de Desarrollo de Negocio

Atributo	Fundamental contra complementario	Descripción
Proceso de Valuación de Carteras	Fundamental	Dada la falta de liquidez de la mayoría de los activos de la cartera de la BDC, las estimaciones de valor razonable a menudo requieren numerosos supuestos de la administración. Como resultado, Fitch considera favorablemente la participación de terceros independientes en el proceso de valuación trimestral. Una BDC que recibe valuaciones independientes de toda su cartera cada trimestre se vería de manera más favorable que una BDC cuya cartera solo es valorada en parte por un tercero o cuya cartera es valorada en su totalidad por un tercero, pero con menos frecuencia. Sin embargo, Fitch espera que la administración y el consejo estén involucrados activamente en el proceso trimestral para identificar discrepancias o incoherencias en la valuación de la cartera de la empresa y como forma de supervisar el rendimiento de la cartera.
Consistencia de Valuación de Carteras	Complementario	Fitch evalúa la competencia de valuación de una BDC en el tiempo mediante la revisión de las salidas de la cartera de la compañía frente a las marcas de valor razonable del trimestre anterior. Si los ingresos por ventas se sitúan por debajo del valor razonable, Fitch cuestionaría la suficiencia del proceso de valuación o la competencia del proveedor externo. Por el contrario, si las salidas están constantemente por encima del valor razonable del trimestre anterior, Fitch consideraría si la BDC estaba siendo demasiado conservadora en su proceso de valuación, en un esfuerzo por reconocer las ganancias realizadas con regularidad. Fitch espera que, en general, las valuaciones por encima o por debajo se promedien a largo plazo.
Riesgos de Tasa de Interés y Tipo de Cambio	Complementario	Fitch considera cómo las ganancias de la BDC pueden verse afectadas por un entorno de tasa cambiante, teniendo en cuenta la mezcla fija/flotante de activos y fondeo. Cuando se emplean derivados para gestionar la exposición a las tasas de interés, Fitch considera su costo y eficacia en el tiempo, además de la exposición de contraparte. Cuando corresponde, Fitch considera la exposición de la BDC a los movimientos de monedas extranjeras y el posible impacto en la rentabilidad y el apalancamiento. Si se emplean derivados para gestionar la exposición, Fitch considera su costo y eficacia en el tiempo, además de la exposición de contraparte.

Fuente: Fitch Ratings.

Perfil de Riesgo: Compañías de Desarrollo de Negocio

	aaa	aa	a	bbb	bb	b	ccc y menores
Estándares de Origenación	Los estándares de origenación tienen claramente una aversión al riesgo y son mucho más conservadores que lo evidente en otras partes en la industria. Los estándares de crédito son consistentes, con cambios mínimos a través de los ciclos económicos. Se incorporan expectativas de desempeño de largo plazo. La estructura de la cartera solo es de préstamos con gravamen de primer grado.	Los estándares de origenación son de riesgo muy bajo y más conservadoras que en otras partes en la industria. Los estándares de crédito son consistentes, con cambios menores durante los ciclos económicos. Se incorporan expectativas de desempeño de largo plazo. La estructura de la cartera solo es de préstamos con garantía.	Los estándares de origenación son de bajo riesgo y generalmente más estrictos de lo común en la industria. Los estándares de crédito son consistentes en gran medida, pero pueden variar moderadamente durante ciclos económicos. Los estándares reflejan expectativas de desempeño de mediano plazo. La estructura de la cartera solo es de préstamos.	Los estándares de origenación generalmente están alineados con las prácticas generales en la industria. Los estándares de crédito son variables durante los ciclos económicos. Los estándares reflejan expectativas de desempeño de mediano plazo. La estructura de la cartera puede tener una exposición mínima a posiciones de capital.	Los estándares de origenación reflejan generalmente un perfil de riesgo por encima del promedio. Los estándares de crédito pueden ser más agresivos que los promedios generales de la industria. Es probable que los estándares cambien notoriamente durante los ciclos económicos. La estructura de la cartera puede tener una exposición moderada a posiciones de capital.	Los estándares de origenación muestran un perfil de riesgo mayor. Los estándares de crédito son normalmente más agresivos que los promedios de la industria y es probable que cambien de forma considerable durante los ciclos económicos. La estructura de la cartera puede tener una exposición considerable a posiciones de capital.	Los estándares de origenación dan lugar a una alta exposición al riesgo y es probable que reflejen estrés dentro de la entidad. Los estándares de crédito no tienen una trayectoria perceptible. Los estándares pueden fluctuar frecuentemente. La estructura de la cartera puede tener una exposición significativa a imposiciones de capital.
Controles de Riesgo	Las herramientas de riesgo y de elaboración de informes son extremadamente sólidas. Los límites de riesgo son sumamente conservadores y se cumplen rigurosamente. Se monitorean rutinariamente los límites de riesgo, con cambios mínimos durante períodos prolongados. La exposición a riesgos operativos es muy baja. La tendencia nuevas del sector y las estrategias son revisados a fondo y probados antes del lanzamiento. La exposición a riesgos no financieros es muy baja.	Las herramientas de riesgo y de información son muy sólidas. Los límites de riesgo son muy conservadores. Se monitorean rutinariamente los límites de riesgo, con cambios menores durante períodos prolongados. La exposición a riesgos operativos es baja. Las tendencias nuevas del sector y las estrategias son revisados minuciosamente y probados antes del lanzamiento. La exposición a riesgos no financieros es baja.	Las herramientas de riesgo y de información son sólidas. Los límites de riesgo son conservadores. Se monitorean los límites de riesgo, pero pueden cambiar con base en las condiciones del negocio. La exposición a riesgos operativos es modesta. Las tendencias nuevas del sector y las estrategias son probados minuciosamente antes del lanzamiento generalizado. La exposición a riesgos no financieros es modesta.	Las herramientas de riesgo y de información son buenas. Los límites de riesgo son fuertes y se monitorean, aunque pueden fluctuar con base en las oportunidades. La exposición a riesgos operativos es moderada. Las tendencias nuevas del sector y las estrategias son probados antes del lanzamiento. La exposición a riesgos no financieros es moderada.	Las herramientas de riesgo y de información son aceptables, pero pueden carecer de profundidad o complejidad. Los límites de riesgo se monitorean con menor frecuencia que en instituciones con calificaciones más altas. Los límites de riesgo pueden cambiar con base en las oportunidades de negocio. La exposición a riesgos operativos es elevada. Puede que las tendencias nuevas del sector y las estrategias no sean revisados o probados completamente antes del lanzamiento. Mayor exposición a riesgos no financieros.	Las herramientas de riesgo y de información pueden ser deficientes. Los límites de riesgo son rudimentarios y no se pueden monitorear con frecuencia. La exposición a riesgos operativos es alta. Las tendencias nuevas del sector y las estrategias no son probados antes del lanzamiento. La exposición a riesgos no financieros es alta.	Hay deficiencias significativas de control de riesgo. La exposición a riesgos no financieros es muy alta.
Crecimiento	El crecimiento del balance o del negocio está alineado con las oportunidades de mercado y las condiciones de origenación. El ambiente de	El crecimiento del balance o del negocio rara vez supera las oportunidades de mercado y las condiciones de origenación. El ambiente de	El crecimiento del balance o del negocio a veces supera las oportunidades de mercado y las condiciones de origenación. El ambiente de	El crecimiento del balance o del negocio con mayor frecuencia supera las oportunidades de mercado y las condiciones de origenación. El ambiente de	El crecimiento del balance o del negocio puede superar moderadamente las oportunidades de mercado y las condiciones de origenación. El	El crecimiento del balance o del negocio puede superar significativamente las oportunidades de mercado y las condiciones de origenación. El	El crecimiento puede estar por encima de niveles sostenibles.

control se adapta sistemáticamente para satisfacer volúmenes de negocio más altos.	control se adapta sistemáticamente para satisfacer volúmenes de negocio más altos.	control en general se adapta adecuadamente para satisfacer volúmenes de negocio más altos.	control se puede quedar atrás de volúmenes de negocio más altos.	ambiente de control probablemente queda rezagado ante volúmenes de negocios más altos.	ambiente de control a menudo queda rezagado ante volúmenes de negocios más altos.
--	--	--	--	--	---

Continúa en la siguiente página.
Fuente: Fitch Ratings.

Perfil de Riesgo: Compañías de Desarrollo de Negocio (continuación)

	aaa	aa	a	bbb	bb	b	ccc y menores
Riesgo de Mercado	La exposición a riesgo de mercado es muy baja. Los riesgos de tasa de interés y de moneda extranjera son muy bajos en comparación con los de sus pares. La valuación de la cartera es completamente independiente. Los colchones regulatorios son muy importantes y se administran en relación con la composición de la cartera.	La exposición a riesgo de mercado es baja. Los riesgos de tasa de interés y de moneda extranjera son bajos en comparación con los de sus pares y se mitigan apropiadamente. La valuación de la cartera es completamente independiente. Los colchones regulatorios son importantes y se administran en relación con la composición de la cartera.	La exposición a riesgo de mercado es modesta. Los riesgos de tasa de interés y de moneda extranjera son moderados y se mitigan apropiadamente. La valuación de la cartera es completamente independiente. Los colchones regulatorios son significativos y se administran en relación con la composición de la cartera.	La exposición a riesgo de mercado es promedio. Los riesgos de tasa de interés y de moneda extranjera se mitigan apropiadamente. La valuación de la cartera involucra a terceros independientes. Existen colchones regulatorios y son administrados en relación con la composición de la cartera.	La exposición a riesgo de mercado es elevada. Se pueden emplear técnicas básicas de cobertura o la eficacia está algo comprometida. La valuación de la cartera es interna. Pueden existir colchones regulatorios, pero no son administrados en relación con la composición de la cartera.	La exposición a riesgo de mercado es alta o altamente variable. Es posible que los riesgos no puedan cubrirse eficazmente. Los colchones regulatorios son mínimos y no son administrados en relación con la composición de la cartera.	Puede haber riesgos de mercado significativos, relacionados con tasas de interés o moneda extranjera. No existen colchones regulatorios.

Fuente: Fitch Ratings.

II.4.d Compañías de Financiamiento y Arrendamiento

La evaluación de Fitch del perfil de riesgo de las compañías de financiamiento y arrendamiento considera los siguientes subfactores:

- estándares de originación;
- controles de riesgo;
- crecimiento;
- riesgo de mercado.

Estándares de Originación: Compañías de Financiamiento y Arrendamiento

Atributo	Fundamental contra complementario	Descripción
Políticas y Procedimientos	Fundamental	La evaluación de Fitch de los estándares de originación de una compañía de financiamiento y arrendamiento considera los informes internos de crédito de la administración y las desviaciones de la política, si están disponibles, cómo se informan los préstamos en problemas y las prácticas de diferimiento, a fin de garantizar que el emisor no retrase el reconocimiento de créditos problemáticos, particularmente en situaciones en las que el emisor no tiene un historial largo y establecido de originación a través del ciclo.
Gestión de Riesgo de Valor Residual	Complementario	Fitch evalúa la exposición de un emisor al riesgo de valor residual y su administración analizando las políticas del registro de ganancias/pérdidas a través del ciclo, su fijación de precios, su capacidad de monitorear la condición de los activos bajo arrendamiento, su flexibilidad para alterar los pagos de arrendamiento (por ejemplo, cargos adicionales por desgaste) o de enmendar contratos, la liquidez relativa del mercado para la garantía usada y el acceso de la empresa de arrendamiento a una variedad de canales para desplazarlos.

Características del Modelo de Negocio	Complementario	Ciertos tipos de compañías de financiamiento y arrendamiento, como los compradores de deudas, no originan los préstamos que llevan en el balance o administran. Su modelo de negocio significa que la calidad de los activos será intrínsecamente débil y su capacidad para generar flujo de efectivo para el servicio de la deuda será en gran parte una función de la medida en que las recuperaciones/los cobros excedan el precio pagado por los préstamos. En consecuencia, para dichas compañías, la evaluación de Fitch de los estándares de originación se enfocará también en la disciplina de fijación de precios a través de los ciclos económicos. Las medidas de la industria, tales como “efectivo en múltiplos de efectivo” (es decir, cobros hasta la fecha más los pagos restantes estimados divididos por el precio de compra) pueden ser un indicador útil de la disciplina de fijación de precios, cuando esté disponible.
---------------------------------------	----------------	--

Fuente: Fitch Ratings.

Controles de Riesgo: Compañías de Financiamiento y Arrendamiento

Atributo	Fundamental contra complementario	Descripción
Herramientas de Gestión de Riesgo	Fundamental	Fitch evalúa la adherencia de una compañía de financiamiento y arrendamiento a su marco de perfil de riesgo y sus estándares de originación analizando la solidez y efectividad de sus herramientas y sistemas de gestión de riesgo. En general, estos incluyen límites relacionados con las concentraciones de crédito, la geografía, los riesgos de mercado y los controles operativos. También pueden incluir herramientas tales como indicadores de puntajes personalizados (<i>scorecard</i>), calificaciones internas o fuentes de datos de terceros, como los burós nacionales de crédito.
Informes de Riesgo	Complementario	La evaluación de Fitch de los controles de riesgo puede considerar los tipos de informes de gestión utilizados, cuando estos estén disponibles. Esto puede ayudar a indicar hasta qué punto los controles de riesgo se extienden en la organización en relación con todos los riesgos en los que la compañía de financiamiento y arrendamiento puede incurrir, tales como los riesgos crediticios, de mercado y operativos.
Exposición a Riesgo No Financiero	Complementario	Si Fitch determina que una compañía ha detectado su exposición a riesgos no financieros, como riesgos operativos, de reputación, legal, regulatorios y/o cibernéticos, esto generalmente tendrá un efecto negativo en la evaluación de los controles de riesgo. De forma similar, las deficiencias materiales en la gestión de dichos riesgos normalmente tendrán un efecto negativo en la evaluación de los controles de riesgo.

Fuente: Fitch Ratings.

Crecimiento: Compañías de Financiamiento y Arrendamiento

Atributo	Fundamental contra complementario	Descripción
Tasas Absolutas y Relativas de Crecimiento	Fundamental	Fitch evalúa generalmente el crecimiento en el contexto de la expansión de negocio y del balance en relación con el crecimiento económico subyacente, la retención de utilidades, el crecimiento promedio del personal y promedios de pares, del sector y de la industria. El rápido crecimiento de los préstamos también puede oscurecer el análisis financiero, por ejemplo, dificultando la formación de una opinión sobre la verdadera calidad de activos porque las carteras de préstamos no han tenido tiempo de madurar y puede indicar una reducción de los estándares de originación o un crecimiento que supera los controles de riesgo.
Crecimiento de la Infraestructura	Complementario	La evaluación de crecimiento de Fitch puede verse negativamente influenciada por un crecimiento rápido si introduce otros desafíos, como tensiones operativas (ya que el <i>back-office</i> o los sistemas pueden no ser capaces de manejar mayores volúmenes de negocios) o mayor apalancamiento (si el crecimiento supera la retención de ganancias).
Impactos de Crecimiento Inorgánico	Complementario	Cuando el crecimiento ha sido impulsado por adquisiciones de activos o compañías enteras, Fitch considera el ajuste estratégico, el proceso de debida diligencia, el impacto económico y el éxito de la integración. Un historial de transacciones dilutivas, errores en la incorporación o expansión en categorías de productos no esenciales puede influir negativamente en la evaluación de crecimiento de Fitch.

Fuente: Fitch Ratings.

Riesgo de Mercado: Compañías de Financiamiento y Arrendamiento

Atributo	Fundamental contra complementario	Descripción
Riesgos de Tasa de Interés y Tipo de Cambio	Fundamental	La evaluación de Fitch del riesgo de mercado de una compañía de financiamiento y arrendamiento considera principalmente el riesgo de tasa de interés, que surge de las diferencias en los perfiles de activos y financiamiento de la empresa, pero también puede incluir elementos como el uso de derivados o los riesgos cambiarios directos e indirectos. Los riesgos de mercado serán mayores para los emisores en los que la actividad transfronteriza da lugar a riesgos cambiarios, por lo que este factor puede adquirir una mayor

		importancia relativa en ese caso. Para los administradores de hipotecas, la valuación de los derechos de administración estará fuertemente influenciada por el nivel y la dirección de las tasas de interés, pero también se verá afectada por las tendencias en los precios de la vivienda, las coberturas aplicables y otras características de la cartera.
Herramientas y Controles de Gestión de Riesgo de Mercado	Complementario	Las herramientas y los controles de mitigación efectivos, junto con un sólido marco de prueba de estrés, pueden ser factores mitigantes importantes para reducir el riesgo de mercado. Cuando el riesgo de mercado es significativo, Fitch evalúa la idoneidad de los controles relativos a este riesgo, las prácticas de cobertura y otra información de riesgo de mercado en toda la compañía.

Fuente: Fitch Ratings.

Perfil de Riesgo: Compañías de Financiamiento y Arrendamiento

	aaa	aa	a	bbb	bb	b	ccc y menores
Estándares de Originación	Los estándares de originación tienen claramente una aversión al riesgo y son mucho más conservadores que lo evidente en otras partes en la industria. Los estándares de crédito son consistentes, con cambios mínimos a través de los ciclos económicos. Se incorporan expectativas de desempeño de largo plazo. La exposición al riesgo de valor residual es muy baja y se administra de manera muy conservadora en relación con los pares.	Los estándares de originación son de muy bajo riesgo y más conservadores que en otras partes en la industria. Los estándares de crédito son consistentes, con cambios menores durante los ciclos económicos. Se incorporan expectativas de desempeño de largo plazo. La exposición al riesgo de valor residual es baja o el riesgo se administra de manera más conservadora en relación con los pares.	Los estándares de originación son de bajo riesgo y generalmente más estrictos de lo común en la industria. Los estándares de crédito son consistentes en gran medida, pero pueden variar moderadamente durante ciclos económicos. Las normas reflejan expectativas de mediano plazo. La exposición al riesgo de valor residual es moderada o el riesgo generalmente se administra de manera más estricta en relación con los pares.	Los estándares de originación generalmente están alineados con las prácticas generales en la industria. Los estándares de crédito son variables durante los ciclos económicos. Los estándares reflejan expectativas de mediano plazo. La exposición al riesgo de valor residual es promedio o el riesgo generalmente se administra alineado con los pares.	Los estándares de originación reflejan generalmente un perfil de riesgo por encima del promedio. Los estándares de crédito pueden ser más agresivos que los promedios generales de la industria. Es probable que los estándares cambien notoriamente durante los ciclos económicos. La exposición al riesgo de valor residual es mayor o el riesgo se administra de manera más agresiva en relación con los pares.	Los estándares de originación muestran un perfil de riesgo mayor. Los estándares de crédito son normalmente más agresivos que los promedios generales de la industria y es probable que cambien de forma considerable durante los ciclos económicos. La exposición al riesgo de valor residual es alta o el riesgo se administra de manera más agresiva en relación con los pares.	Los estándares de originación dan lugar a una alta exposición al riesgo y es probable que reflejen estrés dentro de la entidad. Los estándares de crédito no tienen una trayectoria perceptible. Los estándares pueden fluctuar frecuentemente. La exposición al riesgo de valor residual es muy alta o el riesgo no se administra adecuadamente.
Controles de Riesgo	Las herramientas de riesgo y de elaboración de informes son extremadamente sólidas. Los límites de riesgo son sumamente conservadores y se cumplen rigurosamente. Se monitorean rutinariamente los límites de riesgo, con cambios mínimos durante períodos prolongados. La exposición a riesgos operativos es muy baja. El	Las herramientas de riesgo y de información son muy sólidas. Los límites de riesgo son muy conservadores. Se monitorean rutinariamente los límites de riesgo, con cambios menores durante períodos prolongados. La exposición a riesgos operativos es baja. El ingreso a nuevos negocios/estrategias se examina y prueba minuciosamente	Las herramientas de riesgo y de información son sólidas. Los límites de riesgo son conservadores. Se monitorean los límites de riesgo, pero pueden cambiar con base en las condiciones del negocio. La exposición a riesgos operativos es modesta. El ingreso a nuevos negocios/estrategias se prueba minuciosamente antes del	Las herramientas de riesgo y de información son buenas. Los límites de riesgo son fuertes y se monitorean, aunque pueden fluctuar con base en las oportunidades. La exposición a riesgos operativos es moderada. El ingreso a nuevos negocios/estrategias se prueba antes del lanzamiento. La exposición a riesgos no	Las herramientas de riesgo y de información son aceptables, pero pueden carecer de profundidad o complejidad. Los límites de riesgo se monitorean con menor frecuencia que instituciones con calificaciones más altas. Los límites de riesgo pueden cambiar con base en las oportunidades de negocio. La exposición a riesgos operativos es elevada. Es	Las herramientas de riesgo y de información pueden ser deficientes. Los límites de riesgo son crudos y no se pueden monitrear con frecuencia. La exposición a riesgos operativos es alta. El ingreso a nuevos negocios/estrategias no se prueba antes del lanzamiento. La exposición a riesgos financieros es alta.	Hay deficiencias significativas de control de riesgo. La exposición a riesgos financieros es muy alta.

	ingreso a nuevos negocios/ estrategias se examina y prueba a fondo antes del lanzamiento. La exposición a riesgos no financieros es muy baja.	antes del lanzamiento. La exposición a riesgos no financieros es baja.	lanzamiento generalizado. La exposición a riesgos no financieros es modesta.	financieros es moderada.	posible que el ingreso a nuevos negocios/ estrategias no se analice o pruebe a fondo antes del lanzamiento. Mayor exposición a riesgos no financieros.		
Crecimiento	Es poco probable que el crecimiento del balance o del negocio presione la solvencia o supere el crecimiento sostenible a largo plazo de los principales segmentos de negocios. El ambiente de control se adapta sistemáticamente para satisfacer volúmenes de negocio más altos.	El crecimiento del balance o del negocio rara vez presiona la solvencia o supera el crecimiento sostenible a largo plazo de los principales segmentos de negocios. El ambiente de control se adapta sistemáticamente para satisfacer volúmenes de negocio más altos.	El crecimiento del balance o del negocio puede a veces presionar la solvencia o exceder el crecimiento sostenible a largo plazo de los principales segmentos de negocios. El ambiente de control en general se adapta adecuadamente para satisfacer volúmenes de negocio más altos.	El crecimiento del balance o del negocio con mayor frecuencia presiona la solvencia y excede el crecimiento sostenible a largo plazo de los principales segmentos de negocios. El ambiente de control se puede rezagar ante volúmenes de negocio más altos.	El crecimiento del balance o del negocio a menudo presiona la solvencia y excede el crecimiento sostenible a largo plazo de los principales segmentos de negocios. El ambiente de control probablemente queda rezagado ante volúmenes de negocios más altos.	El crecimiento del balance o del negocio suele presionar la solvencia y el crecimiento sostenible a largo plazo de los principales segmentos de negocios. El ambiente de control a menudo queda rezagado ante volúmenes de negocios más altos.	El crecimiento puede estar por encima de niveles sostenibles. O la entidad es incapaz de vender los activos para lograr la contracción necesaria de la hoja de balance.

Continúa en la siguiente página.
Fuente: Fitch Ratings.

Perfil de riesgo: Compañías de Financiamiento y Arrendamiento (continuación)

	aaa	aa	a	bbb	bb	b	ccc y menores
Riesgo de mercado	La exposición a riesgo de mercado es muy baja. Los riesgos de tasa de interés y de moneda extranjera son muy bajos en comparación con los de sus pares.	La exposición a riesgo de mercado es baja. Los riesgos de tasa de interés y de moneda extranjera son bajos en comparación con los de sus pares y se mitigan apropiadamente.	La exposición a riesgo de mercado es modesta. Los riesgos de tasa de interés y de moneda extranjera son moderados y se mitigan apropiadamente.	La exposición a riesgo de mercado es promedio. Los riesgos de tasa de interés y de moneda extranjera se mitigan apropiadamente.	La exposición a riesgo de mercado es elevada. Se pueden emplear técnicas básicas de cobertura o la eficacia está algo comprometida.	La exposición a riesgo de mercado es alta o altamente variable. Es posible que los riesgos no puedan cubrirse eficazmente.	Puede haber riesgos de mercado significativos, relacionados con tasas de interés o moneda extranjera.

Fuente: Fitch Ratings.

II.4.e Compañías de Infraestructura del Mercado Financiero (FMI)

La evaluación de Fitch del perfil de riesgo de las FMI considera los siguientes subfactores:

- riesgos operativos, de reputación y legales;
- gestión de riesgos de contraparte;
- crecimiento.

Riesgos Operativos, de Reputación y Legales: Compañías de Infraestructura del Mercado Financiero

Atributo	Fundamental contra complementario	Descripción
Infraestructura de Riesgo Operativo	Fundamental	La evaluación de Fitch de los riesgos operativos, por reputación y legales se centra en la capacidad de procesar grandes volúmenes de transacciones de forma precisa y eficaz, gracias a una infraestructura de riesgo operativo con plataformas tecnológicas sólidas y controles y operaciones administrativas adecuados. La

		evaluación de Fitch normalmente se verá afectada negativamente si Fitch determina que una FMI tiene un entorno de control o una infraestructura de riesgo operativo débiles o desactualizados. En este contexto, Fitch tiene en cuenta el nivel de gastos de capital para las actualizaciones tecnológicas cuando evalúa el riesgo operativo de las FMI. Además, el riesgo legal puede surgir de un procesamiento incorrecto de negociaciones por parte de una FMI o por un incumplimiento de las leyes o normativas aplicables (por ejemplo, si se incumplen las sanciones).
Continuidad del Negocio y Disponibilidad del Sistema	Complementario	Para garantizar la continuidad del negocio en caso de desastres físicos, las FMI deben utilizar sistemas informáticos de copia de seguridad y duplicados eficaces, así como desarrollar y mantener planes de continuidad del negocio, incluidos los sitios de recuperación ante desastres dispersos geográficamente. Fitch también tiene en cuenta las relaciones de disponibilidad del sistema (definidas como el tiempo que una determinada plataforma FMI está realmente disponible para funcionar en comparación con el tiempo máximo que se espera que una determinada plataforma FMI esté disponible para funcionar) en relación con los estándares de sus pares y del sector, así como con la frecuencia y duración media de las interrupciones del sistema cuando se interrumpe la actividad en una o más plataformas.
Exposición a Riesgo No Financiero	Complementario	Si Fitch determina que una compañía ha detectado su exposición a riesgos no financieros, como riesgos operativos, de reputación, legal, regulatorios y/o cibernéticos, esto generalmente tendrá un efecto negativo en la evaluación de los controles de riesgo. De forma similar, las deficiencias materiales en la gestión de dichos riesgos normalmente tendrán un efecto negativo en la evaluación de los controles de riesgo.

Fuente: Fitch Ratings.

Gestión del Riesgo de Contraparte: Compañías de Infraestructura del Mercado Financiero

Atributo	Fundamental contra complementario	Descripción
Establecimiento del Margen de Garantía	Fundamental	Las FMI intentan minimizar el riesgo de contraparte tomando una importante garantía de contraparte para utilizarla en caso de incumplimiento de la contraparte. La evaluación de la gestión del riesgo de contraparte de Fitch analiza el dimensionamiento inicial y el mantenimiento continuo de esta garantía, junto con los mecanismos predefinidos de incumplimiento de la contraparte/del cliente.
Cascadas/ Procesos de Incumplimiento	Fundamental	La evaluación de Fitch puede verse influida positivamente por los procedimientos sólidos y claramente definidos contra incumplimientos, que protegen del miembro liquidador que incurre en un incumplimiento a la cámara de compensación y a los miembros liquidadores que no lo hacen. Esto puede incluir procesos prescritos a través de cascadas de incumplimiento que incluyen el uso de garantías (margen) de un miembro liquidador que incurre en un incumplimiento y de las contribuciones al fondo de garantía para reducir o eliminar las pérdidas. En el caso de que no se cubran todas las pérdidas, la cámara de compensación podrá acceder a las contribuciones de capital de la cámara de compensación, a las contribuciones al fondo de garantía de los miembros liquidadores que no incurren en el incumplimiento y, posiblemente, a los recursos adicionales de estos. La evaluación de Fitch de la gestión de riesgo de contraparte se centra en mecanismos que no dependen de la imposición de pérdidas económicas a los participantes liquidadores. Por lo tanto, Fitch vería de forma negativa el uso de mecanismos de suspensión de liquidación o componentes de pérdida compartida al final de la cascada de incumplimiento, incluidos los "castigos" impuestos a las contribuciones a los fondos de incumplimiento de miembros liquidadores que no incurren en el incumplimiento o el descuento a las ganancias por margen de variación. Desde un punto de vista cuantitativo, Fitch también puede evaluar el nivel de exposición de las contrapartes más grandes en exceso de las garantías frente a los recursos asignados por una cámara de compensación para la mitigación de pérdidas (conocido como "piel en el juego" o "skin in the game") antes de poder extraer fondos colectivos.
Estándares de los Miembros Liquidadores	Complementario	El riesgo de contraparte se gestiona mediante los estrictos estándares impuestos a los miembros liquidadores, los requisitos de margen, los requisitos de garantía aceptables y los fondos de garantía. Fitch suele revisar las políticas y los procedimientos de las cámaras de compensación en relación con la gestión del riesgo de contraparte para determinar el grado en el que capturan los posibles riesgos de contraparte de una forma completa y con visión de futuro. Fitch analiza los factores descritos en la tabla "Consideraciones para la Evaluación del Marco de Gestión del Riesgo de Contraparte de las FMI", que aparece a continuación, cuando evalúa la suficiencia del marco de gestión del riesgo de contraparte de la cámara de compensación.
Especificidades del Modelo de Negocio	Complementario	Las bolsas de valores y los CSD puros sin licencias bancarias actúan simplemente como un lugar para la actividad de negociación o el depósito de valores, y dirigen la liquidación y las compensaciones posteriores a terceros. Con excepción del riesgo mínimo de contraparte derivado de las facturas comerciales y potencialmente de las inversiones en activos financieros, las bolsas de valores y los CSD sin licencias bancarias no están expuestos a riesgos de contraparte relevantes. En consecuencia, el riesgo de contraparte no es un factor clave de calificaciones individuales para las bolsas de valores o los CSD sin licencias bancarias, aunque ambos tipos de organismos suelen someter a sus miembros a requisitos cualitativos y cuantitativos mínimos.

Fuente: Fitch Ratings.

Consideraciones para la Evaluación del Marco de Gestión del Riesgo de Contraparte de las Compañías de Infraestructura del Mercado Financiero

Gestión de Riesgos de Contraparte	Procedimientos de Margen	Fondos de Garantía	Recursos Dedicados (es decir, "Piel en el Juego")
Margen Inicial/Margen de Variación	Cálculos	Tamaño frente a la exposición de contraparte	Tamaño frente a la exposición de contraparte
Requerimientos Financieros	Frecuencia	Frecuencia de cambio de tamaño	Tamaño frente a las contribuciones de los miembros
Debida Diligencia	Mensajes	Calidad	Mecanismo de determinación (es decir, cambio de tamaño basado en la exposición)
Remediación	Valuación	Diversificación	
Reglas de Membresía	Reserva	Custodia	
Gestión de la Concentración	Descuento		
	Revisión		

Fuente: Fitch Ratings.

Crecimiento: Compañías de Infraestructura del Mercado Financiero

Atributo	Fundamental contra complementario	Descripción
Tasas Absolutas y Relativas de Crecimiento	Fundamental	Fitch evalúa el crecimiento de las FMI en el contexto de los balances o el crecimiento del negocio comparándolo con las condiciones subyacentes del mercado, la volatilidad y los promedios de los pares. Por lo general, las cámaras de compensación tienen importantes compensaciones de depósito de márgenes y de contribuciones a fondos de garantía en ambos lados del balance, lo que está asociado a los valores liquidados correspondientes. El crecimiento de estos componentes de los balances está altamente correlacionado con las condiciones generales del mercado. Al evaluar el crecimiento de una cámara de compensación, Fitch excluye estos balances de su análisis principal, ya que estos fondos son para beneficio de los acreedores miembros liquidadores y no reflejan el crecimiento del balance principal. Dicho esto, la tendencia del crecimiento del balance consolidado puede ser informativa a largo plazo.
Crecimiento de la Infraestructura	Complementario	La evaluación del crecimiento de Fitch puede verse afectada negativamente si el rápido crecimiento afecta la capacidad de las plataformas tecnológicas y las operaciones de <i>back-office</i> para gestionar un aumento del volumen de transacciones comerciales, de compensación o de depósitos.
Impactos de Crecimiento Inorgánico	Complementario	Las adquisiciones no acumulativas pueden afectar negativamente la evaluación de crecimiento de Fitch si no complementan la estrategia a largo plazo de la entidad combinada. Además, las adquisiciones podrían afectar negativamente la evaluación de crecimiento de Fitch si las métricas de apalancamiento son elevadas o los costos de integración son altos.

Fuente: Fitch Ratings.

Perfil de Riesgo—Compañías de Infraestructura del Mercado Financiero

	aaa	aa	a	bbb	bb	b	ccc y menores	
Riesgos Operativos, de Reputación y Legales	Incidentes extremadamente inusuales de fallas técnicas que provocan daño legal o de reputación. Nivel muy alto de gastos de capital en tecnología. Desarrollo y mejoras continuas a las plataformas tecnológicas. Sistemas, controles y procedimientos extremadamente	Incidentes inusuales de fallas técnicas que provocan daño legal o de reputación. Nivel muy alto de gastos de capital en tecnología. Desarrollo y mejoras frecuentes a las plataformas tecnológicas. Sistemas, controles y procedimientos muy sólidos; pruebas beta a las	Incidentes limitados de fallas técnicas que provocan daño legal o de reputación. Nivel muy alto de gastos de capital en tecnología. Desarrollo y mejoras frecuentes a las plataformas tecnológicas. Sistemas, controles y procedimientos sólidos; pruebas beta a las nuevas	Incidentes poco frecuentes de fallas técnicas que provocan daño legal o de reputación. Nivel promedio de gastos de capital en tecnología. Desarrollo y mejoras con una frecuencia promedio a las plataformas tecnológicas. Sistemas, controles y procedimientos	Incidentes frecuentes de fallas técnicas que provocan daño legal o de reputación. Nivel menor al promedio de gastos de capital en tecnología. Desarrollo y mejoras con una frecuencia por debajo del promedio a las plataformas tecnológicas. Sistemas,	Incidentes frecuentes de fallas técnicas que provocan daño legal o de reputación. Nivel menor al promedio de gastos de capital en tecnología. Desarrollo y mejoras con una frecuencia por debajo del promedio a las plataformas tecnológicas. Sistemas,	Incidentes muy frecuentes de fallas técnicas que provocan daño legal o de reputación. Nivel menor al promedio de gastos de capital en tecnología. Desarrollo y mejoras con una frecuencia por debajo del promedio a las plataformas tecnológicas. Sistemas,	Incidentes habituales de fallas técnicas que provocan daño legal o de reputación. Sin gastos de capital. Plataformas tecnológicas en desarrollo. Deficiencias en los sistemas, controles, procedimientos y en la continuidad de negocio. La exposición a riesgos no

	sólidos; pruebas beta a las nuevas plataformas tecnológicas y a la continuidad de negocio. La exposición a riesgos no financieros es muy baja.	nuevas plataformas tecnológicas y a la continuidad de negocio. La exposición a riesgos no financieros es baja.	plataformas tecnológicas y a la continuidad de negocio. La exposición a riesgos no financieros es modesta.	razonables; pruebas beta a las nuevas plataformas tecnológicas y a la continuidad de negocio. La exposición a riesgos no financieros es moderada.	controles, procedimientos adecuados, pruebas beta de nuevas plataformas tecnológicas y continuidad de negocio. Mayor exposición a riesgos no financieros.	controles, procedimientos débiles, pruebas beta de nuevas plataformas tecnológicas y continuidad de negocio. La exposición a riesgos no financieros es alta.	financieros es muy alta.
Gestión de Riesgos de Contraparte	Vigilancia de contraparte/cliente tanto inicial como en curso extremadamente fuerte. Salvaguardas financieras extremadamente fuertes para cálculos y liquidaciones de margen; garantía y fondos de garantía aceptables. Procedimientos de incumplimiento extremadamente fuertes. Gestión de exposición de cliente y garantía extremadamente fuerte.	Vigilancia de contraparte/cliente tanto inicial como en curso muy fuerte. Salvaguardas financieras muy fuertes para cálculos y liquidaciones de margen; garantía y fondos de garantía aceptables. Procedimientos de incumplimiento muy fuertes. Gestión de exposición de cliente y garantía muy fuerte.	Fuerte vigilancia de contraparte/cliente en curso. Salvaguardas financieras fuertes para cálculos y liquidaciones de margen; garantía y fondos de garantía aceptables. Fuertes procedimientos de incumplimiento. Gestión de exposición de cliente y garantía fuerte.	Sólida vigilancia de contraparte/cliente en curso. Salvaguardas financieras sólidas para cálculos de margen y liquidaciones; garantía y fondos de garantía aceptables. Sólidos procedimientos de incumplimiento. Gestión de exposición de cliente y garantía sólida.	Vigilancia de contraparte/cliente tanto inicial como en curso moderada. Salvaguardas financieras buenas para cálculos y liquidaciones de margen; garantía y fondos de garantía aceptables. Procedimientos de incumplimiento moderados. Gestión de exposición de cliente y garantía moderada.	Vigilancia de contraparte/cliente tanto inicial como en curso débil. Salvaguardas financieras débiles para cálculos y liquidaciones de margen; garantía y fondos de garantía aceptables. Procedimientos de incumplimiento débiles. Gestión de exposición de cliente y garantía débil.	Deficiencias en la vigilancia de contraparte/cliente tanto inicial como en curso. Salvaguardas financieras limitadas o en evolución para cálculos y liquidaciones de margen; garantía y fondos de garantía aceptables. No hay procedimientos de incumplimiento. Deficiencias en la gestión de exposición de cliente y garantía.
Crecimiento	Es poco probable que el crecimiento del balance o del negocio supere al crecimiento sostenible a largo plazo de los principales segmentos del negocio. El ambiente de control se adapta sistemáticamente para satisfacer volúmenes de negocio más altos.	El crecimiento del balance o del negocio rara vez supera al crecimiento sostenible a largo plazo de los principales segmentos del negocio. El ambiente de control se adapta sistemáticamente para satisfacer volúmenes de negocio más altos.	El crecimiento del balance o del negocio puede en ocasiones superar al crecimiento sostenible a largo plazo de los principales segmentos del negocio. El ambiente de control se adapta adecuadamente para satisfacer volúmenes de negocio más altos.	El crecimiento del balance o del negocio puede con mayor frecuencia superar al crecimiento sostenible a largo plazo de los principales segmentos del negocio. El ambiente de control se puede quedar atrás ante volúmenes de negocio más altos.	El crecimiento del balance o del negocio a menudo supera al crecimiento sostenible a largo plazo de los principales segmentos del negocio. El ambiente de control probablemente se queda atrás ante volúmenes de negocios más altos.	El crecimiento del balance o del negocio por lo general supera al crecimiento sostenible a largo plazo de los principales segmentos del negocio. El ambiente de control a menudo se queda atrás ante volúmenes de negocios más altos.	El crecimiento puede estar por encima de niveles sostenibles.

Fuente: Fitch Ratings.

II.5 Evaluación del Perfil Financiero

Importancia de esta Evaluación

El perfil financiero de una institución financiera no bancaria, el cual a menudo se puede medir analizando los indicadores financieros clave, así como las tendencias y la estabilidad de esos indicadores, es relevante dado que proporciona una fuerte indicación de cómo la compañía se está comportando en las distintas dimensiones clave de calidad crediticia. En muchos aspectos, los indicadores financieros son la consecuencia del entorno operativo de las instituciones financieras no bancarias, del perfil de negocio, de la administración y estrategia, y del perfil de riesgo.

Las métricas de riesgo permiten un análisis de la manera en que el perfil de riesgo y la administración de una institución financiera no bancaria se comparan con las de sus pares y si el desempeño es proporcional a los ciclos de negocio. La calidad de activos es relevante porque una calidad de activos débil puede perjudicar la solvencia del balance de una institución financiera no bancaria y, en última instancia, su capacidad para cumplir sus obligaciones con los acreedores. Los indicadores de apalancamiento y de suficiencia de capital son relevantes dado que determinan la capacidad de una institución financiera no bancaria para crecer y absorber pérdidas inesperadas. El fondeo y la liquidez son relevantes considerando que las deficiencias en estas dos áreas a menudo dan lugar a quebrantos de la institución financiera no bancaria como resultado de descalces en los activos/pasivos o iliquidez de los activos. La rentabilidad es un asunto de importancia, ya que determina la capacidad de una institución financiera no bancaria para el servicio a la deuda y/o para generar capital de manera interna con el fin de actuar como una primera línea de defensa contra cargos por deterioro crecientes u otras fuentes de riesgo o pérdidas.

El punto de partida de Fitch son normalmente los estados financieros auditados, pero en general también tomará en cuenta los estados financieros no auditados e interinos. Fitch realiza ajustes para permitir una mayor comparación entre jurisdicciones (Normas Internacionales de Información Financiera frente a Principios Contables Generalmente Aceptados en EE. UU), como la reclasificación de partidas para adecuar sus hojas de cálculo estándar y cálculos de razones financieras. Los ajustes pueden implicar la exclusión de ganancias/pérdidas no recurrentes o ganancias y gastos no monetarios de la rentabilidad operativa, la exclusión de activos intangibles o activos de valor económico limitado del capital o la inclusión de créditos reestructurados como parte de activos deteriorados.

Generalmente, Fitch utiliza sus propias pruebas de estrés en varios aspectos del perfil financiero de una institución financiera no bancaria (ver el Anexo 5), tales como la calidad de activos, la suficiencia de capital o la liquidez. Estas pueden incluir varios escenarios particulares de la institución o generales de la región o industria para determinar la capacidad de una institución para resistir un cambio rápido en el entorno operativo. Los resultados de estas pruebas de estrés son informativos tanto de manera absoluta como relativa, pero por sí mismos pueden no necesariamente determinar las decisiones de las calificaciones. Fitch también considera pruebas de estrés generadas por los emisores para comprender la manera en que las mismas determinan la toma de decisiones dentro de la organización.

Rangos Cuantitativos

Para cada subsector de instituciones financieras no bancarias, Fitch usa un conjunto de métricas fundamentales y complementarias para los factores del perfil financiero. Las cifras en las secciones a continuación establecen los rangos cuantitativos indicativos para las métricas fundamentales del perfil financiero. Fitch utiliza una media de cuatro años (cuando hay datos disponibles) para determinar las evaluaciones implícitas por factor de la calidad/desempeño de los activos, las ganancias, la rentabilidad y el fondeo y las métricas de liquidez y cobertura en un intento de no sobreponderar el período más actual. En el caso de la capitalización y el apalancamiento, Fitch utiliza los datos más recientes disponibles, ya que se considera un indicador más fiable del nivel de la métrica en el futuro. Las medias de cuatro años representan un promedio de la métrica en cuestión sobre cada uno de los cuatro períodos individuales, a diferencia de la integración de los numeradores y denominadores para el período acumulado.

En consonancia con los indicadores de referencia financieros de los bancos, los indicadores financieros de referencia de Fitch para las compañías de financiamiento y arrendamiento y las sociedades de corretaje de valores con alto uso de balance se derivan de la combinación del entorno operativo de la entidad con el valor de la métrica financiera. Esto refleja la expectativa de Fitch de que el entorno operativo represente una proporción significativa de las diferencias reales de las métricas entre los países y las regiones, debido a diferencias en los perfiles de riesgo financiero que surgen directamente de los entornos en los que las entidades operan. La subdivisión en niveles por entorno operativo no se aplica a otros subsectores de instituciones financieras no bancarias, dado que dichas entidades tienen modelos de negocio de bajo uso de balance, en los cuales las métricas están menos influenciadas por las dinámicas del entorno operativo (como en el caso de los administradores de inversiones con balances ligeros, compañías financieras y de arrendamiento y sociedades de corretaje de valores) o no existen

diferencias en el entorno operativo (como en el caso de las BDC, que funcionan en un único entorno operativo).

Si bien una sola métrica no puede explicar la evaluación de un factor en su totalidad, la evaluación implícita del factor es el punto de partida para determinar su evaluación real. Por ejemplo, la opinión sobre la calidad de activos de una institución financiera no bancaria incorporaría otros aspectos, como la tasa de crecimiento, la garantía y las reservas para pérdidas crediticias y castigos de préstamos, los cuales pueden llevar a que la evaluación implícita del factor sea ajustada antes de llegar a la evaluación final del factor. Algunos de estos otros aspectos del perfil financiero de una institución financiera no bancaria son capturados en métricas complementarias, pero Fitch combina el análisis cuantitativo con la opinión cualitativa para determinar las evaluaciones asignadas de los factores.

Las razones analíticas más comunes para ajustar las evaluaciones implícitas del factor se resumen en las secciones siguientes. Los ajustes pueden influir de manera negativa o positiva en la evaluación final del factor. En términos generales, los ajustes tienden a pertenecer a dos categorías principales: (1) Fitch ajusta por elementos específicos de riesgo o características del perfil de negocios que pueden no ser capturados adecuadamente en las métricas financieras fundamentales; y (2) Fitch ajusta por elementos cíclicos o estructurales que, en opinión de Fitch, significan que los indicadores históricos podrían no ser predictores confiables del desempeño futuro.

Ajustes a la Evaluación Implícita del Factor de Calidad de Activos/Desempeño de los Activos/Exposición al Riesgo de Contraparte

Los ajustes más comunes a la evaluación implícita del factor de calidad/desempeño de los activos de una institución financiera no bancaria son los siguientes.

Crecimiento: Un crecimiento elevado en relación con el de los pares o de las economías nacionales puede conducir a un deterioro significativo en la calidad o el desempeño de los activos. Además, las tasas de crecimiento elevadas pueden reducir los indicadores de calidad de activos debido al efecto de desfase en el numerador, mientras que una reducción de activos puede inflarlos. Un crecimiento significativamente más bajo que el de los pares podría ser considerado conservador y positivo para el nivel asignado al factor, particularmente si las condiciones del mercado son difíciles.

Garantías y Reservas: Una fuerte cobertura de reservas para pérdidas crediticias respecto de créditos vencidos en relación con la de los pares, reflejada en el indicador de reservas para pérdidas crediticias a créditos vencidos para compañías de financiamiento y arrendamiento con uso alto de balance o una proporción alta de préstamos garantizados o de gobierno (por ejemplo, préstamos a estudiantes garantizados), puede reducir el riesgo de exposición a créditos vencidos de la institución financiera no bancaria. Por otro lado, un énfasis en créditos no garantizados o una cobertura de reserva débil pueden tener el efecto contrario. Las deficiencias en el marco regulatorio/legal que podrían impactar la capacidad de una institución financiera no bancaria para liquidar el colateral o, en general, exigir sus derechos como acreedor pueden provocar un ajuste a la baja de la evaluación implícita.

Política de Castigos o Vencimiento de Préstamos: El indicador de créditos vencidos a créditos brutos puede no capturar totalmente el desempeño de la calidad de activos subyacente de la institución financiera no bancaria cuando una proporción elevada de los créditos son castigados poco tiempo después de que se deterioran o, al contrario, si la entidad retiene en su balance créditos en problemas que ha heredado por un período extendido después de que se vuelven morosos. Por lo tanto, Fitch también considera los deterioros de créditos generados en períodos recientes, como se refleja en el indicador complementario de cargos por deterioro de préstamos a créditos brutos promedio. Para compañías de arrendamiento, los niveles de vencimiento pueden no reflejar por completo los riesgos relativos a los bienes arrendados, dado que los valores de los activos y los niveles de vencimiento pueden variar a través de los ciclos económicos. Las políticas de vencimiento también pueden no capturar otras consideraciones de calidad de activos, como la liquidez del activo, la calidad de crédito del arrendatario y el riesgo de obsolescencia tecnológico. Además, si las compañías de arrendamiento tienen políticas de depreciación que Fitch considera como altamente conservadoras, dichas políticas podrían llevar a un menor riesgo de vencimiento y, de acuerdo con esto, Fitch puede ajustar la calidad de activo de dichos emisores.

Políticas de Clasificación de Préstamos: Si Fitch considera que una institución financiera no bancaria tiene una proporción relativamente grande de activos de alto riesgo que no son capturados por las definiciones tradicionales de activos deteriorados (por ejemplo, porque han sido reestructurados o están clasificados en la categoría de observación), esto puede pesar en la evaluación de Fitch de la calidad de activos. Una clasificación conservadora del activo en relación con el de los pares puede ser moderadamente positiva para la evaluación de Fitch.

Concentraciones: La existencia de exposiciones a concentraciones altas respecto de acreditados/contrapartes individuales, sectores o clases de activos (por ejemplo, acciones, renta fija o alternativas para administradores de inversión) puede aumentar la vulnerabilidad a fluctuaciones cíclicas del desempeño de los activos. Por otro lado, una buena diversificación de la cartera/los productos puede ser un factor moderadamente positivo en la evaluación de la calidad o desempeño de los activos.

Exposiciones Distintas de Préstamos: Fitch puede ajustar a la baja la evaluación de la calidad de los activos si considera que hay riesgos sustanciales de pérdidas por activos distintos de préstamos y de arrendamiento, como valores, derivados a valor razonable o activos adjudicados, o de exposiciones fuera de balance, como fondos administrados, garantías y compromisos. Por el contrario, cuando una proporción relativamente alta de exposiciones de riesgos de una institución financiera no bancaria se encuentra fuera de la cartera de préstamos y es de bajo riesgo (por ejemplo, valores con calificación alta o exposiciones a financiamiento del comercio fuera de balance), puede dar lugar a un ajuste positivo a la evaluación implícita de la calidad de activos.

Perfil de riesgo y Modelo de Negocio: Fitch puede ajustar a la baja la evaluación de la calidad de activos cuando considera que la institución financiera no bancaria tiene un perfil de riesgo relativamente alto, o debido al modelo de negocio o la especialización por tipo de activo, lo que, en opinión de la agencia, podría probablemente provocar un deterioro o volatilidad en la calidad de activos. En dichos casos, Fitch puede considerar que las métricas de calidad de activos recientemente reportadas son más vulnerables al deterioro a medida que los préstamos u otras exposiciones maduran. Por el contrario, un bajo perfil de riesgo o un modelo de negocio de bajo riesgo pueden ocasionar un ajuste positivo moderado de la evaluación de calidad de activos. Sin embargo, es probable que el alcance de cualquier ajuste positivo sea limitado en los casos en los que las métricas de calidad de activos son débiles debido a exposiciones de problemas heredados y la institución financiera no bancaria haya reducido su perfil de riesgo solo recientemente.

Métricas Históricas y Futuras: Fitch puede ver las métricas históricas de calidad de activos como indicadores no confiables de métricas futuras, por ejemplo, debido a cambios en la estrategia o en las operaciones de una institución financiera no bancaria, porque las fusiones, adquisiciones o ventas pueden tener un impacto relevante en las exposiciones de riesgo del grupo, porque las expectativas económicas de Fitch se desvían sustancialmente de condiciones pasadas o las métricas recientes de la calidad de activos corresponden a una parte del ciclo de crédito particularmente favorable o desfavorable.

Tamaño Relativo: El tamaño absoluto de los activos administrados (AUM) de los administradores de inversiones afectará los porcentajes de flujos netos del cliente. Las entradas netas pueden superar las de los pares en términos de moneda, pero rezagarse en términos porcentuales en AUM. Los flujos de clientes muy grandes podrían ser problemáticos si los activos para inversión exceden las oportunidades de inversión, mientras que los flujos por debajo del promedio podrían ser adecuados dependiendo de las condiciones del mercado.

Ajustes a la Evaluación Implícita del Factor de Ganancias y Rentabilidad

Los ajustes más comunes a la evaluación implícita del factor de ganancias y rentabilidad de una institución financiera no bancaria son los siguientes.

Riesgos de Cartera: Para un modelo de negocios determinado, las ganancias pueden ser más bajas que las de los pares si una institución financiera no bancaria está administrando un riesgo menor y, por lo tanto, una cartera de menor rendimiento. En dichos casos, Fitch también utilizará medidas de rendimiento ajustadas por riesgo para evaluar la rentabilidad general.

Diversificación de Ingresos: Fitch evalúa más favorablemente a una institución financiera no bancaria cuando sus ingresos operativos están más diversificados que los de sus pares. La

dependencia de una o de un conjunto de líneas de negocios, relaciones de clientes o fuentes de ingresos puede afectar negativamente la evaluación de Fitch.

Estabilidad de las Ganancias: Un ajuste positivo a la evaluación del factor de ganancias y rentabilidad de una institución financiera no bancaria puede hacerse cuando las ganancias prueban ser estables a través del ciclo o cuando el desempeño reciente sugiere una mejora sostenible comparada con el promedio de cuatro años de la institución financiera no bancaria. Por el contrario, la volatilidad alta de las ganancias o un debilitamiento estructural reciente del desempeño podrían conducir a un ajuste negativo. Ciertos modelos de negocio o clases de activos pueden ser también más vulnerables a fluctuaciones cíclicas del desempeño, incluso si estas no se han observado a la fecha; en dichos casos, los datos reportados recientemente podrían no ser sostenibles o representativos del desempeño esperado a través del ciclo, lo cual puede justificar un ajuste a la baja del factor de ganancias y rentabilidad.

Métricas Históricas y Futuras: Fitch puede ver las métricas históricas de ganancias y rentabilidad como indicadores no confiables de métricas futuras, por ejemplo, debido a cambios en la estrategia o en las operaciones de una institución financiera no bancaria, porque las fusiones, adquisiciones o ventas pueden tener un impacto relevante en la rentabilidad del grupo, porque las expectativas económicas de Fitch se desvían sustancialmente de condiciones pasadas o las métricas recientes de desempeño corresponden a una parte del ciclo de crédito particularmente favorable o desfavorable.

Consideraciones Estructurales y de Propiedad: Mientras que las instituciones financieras no bancarias con accionistas externos, por lo general, estarán enfocadas consistentemente en maximizar ganancias, las instituciones financieras no bancarias que son de propiedad restringida o propiedad de los propios empleados pueden tener más flexibilidad para sacrificar los ingresos actuales a cambio de un potencial crecimiento futuro, posicionamiento competitivo o retención de empleados. Esta flexibilidad se considerará en la evaluación de las ganancias de la institución financiera no bancaria.

Ajustes a la Evaluación Implícita del Factor de Capitalización y Apalancamiento

Los ajustes más comunes a la evaluación implícita de capitalización y apalancamiento de la institución financiera no bancaria son los siguientes.

Cobertura de Reservas y Valuación de Activos: Un ajuste al factor de capital podría ser necesario para reflejar cualquier sub o sobreaprovisionamiento relevante de activos deteriorados, como se captura en el indicador de préstamos vencidos menos reservas para pérdidas crediticias respecto del capital tangible. Las valuaciones agresivas o conservadoras de activos vigentes, altos volúmenes de otros activos de más alto riesgo (por ejemplo, activos embargados) o niveles sustanciales de activos fijos/otros activos también pueden afectar la evaluación que hace Fitch de la capitalización.

Rentabilidad, Pagos de Dividendos y Crecimiento: Fitch puede ajustar a la baja la evaluación del factor de capitalización y apalancamiento cuando la retención de ganancias de la institución financiera no bancaria es débil (por ejemplo, debido a rentabilidad débil y/o altos índices de pago de dividendos o tasas de recompra de acciones), o si la tasa de crecimiento esperada de la institución financiera no bancaria es alta, para reflejar el probable impacto negativo que esto tendrá en las métricas de capital. Por el contrario, una fuerte retención de ganancias o un bajo crecimiento pueden resultar en un ajuste positivo de la evaluación del factor de capitalización y apalancamiento.

Concentraciones: La existencia de alta concentración en acreditados/contrapartes individuales, sectores o clases de activos puede aumentar la vulnerabilidad del capital a fluctuaciones en el desempeño de los activos. Por el contrario, una buena diversificación de la cartera puede ser un factor moderadamente positivo en la evaluación la capitalización y el apalancamiento.

Tamaño: Una base de capital pequeña (en términos absolutos) puede hacer a una institución más vulnerable ante eventos imprevistos, especialmente cuando hay concentraciones de riesgo, incluso si los indicadores de capital son relativamente fuertes. Esto puede conducir a un ajuste a la baja de la evaluación del factor de capitalización y apalancamiento de una institución financiera no bancaria. Una base de capital grande (en términos absolutos) puede ser moderadamente positiva para la evaluación.

Fungibilidad: Fitch puede ajustar a la baja la evaluación del factor de capitalización y apalancamiento de la matriz de una institución financiera no bancaria cuando tiene subsidiarias relevantes, en particular reguladas o extranjeras, y hay restricciones significativas para transferencias de capital dentro del grupo. Los indicadores de capital individuales más débiles que los del grupo en base consolidada aumentarían la probabilidad de tal ajuste.

Aumento de Capital (o Distribución): Fitch puede ajustar la evaluación del factor de capitalización y apalancamiento para reflejar el aumento o la distribución de capital (o las expectativas de estos) que haya ocurrido posterior a la fecha de la última presentación de información financiera.

Perfil de Riesgo y Modelo de Negocio: Ciertos modelos de negocio o especializaciones en clases de activos pueden ser más vulnerables a oscilaciones del desempeño cíclicas, de tal manera que se requiera una reserva o colchón de capital más grande para lograr una determinada evaluación del factor de capitalización y apalancamiento. Por el contrario, un ajuste positivo puede hacerse cuando el desempeño ha probado ser estable a través del ciclo o si la entidad se beneficia tanto de activos en el balance como de la capacidad de generación de flujos de efectivo. También se podría hacer un ajuste positivo si Fitch considera que usar capital tangible aumenta el apalancamiento dados los estándares contables para ciertos modelos comerciales, como el impacto de la depreciación acumulada en los prestamistas hipotecarios comerciales o en el caso de diferencias sustanciales entre el valor de mercado y el valor en libros de partidas del balance. La evaluación del factor de capitalización y apalancamiento para instituciones financieras no bancarias evaluadas con base en el apalancamiento del flujo de efectivo (deuda/EBITDA) puede también ser ajustada para reflejar la variabilidad en la generación de EBITDA.

Métricas Históricas y Futuras: Fitch puede ver las métricas reportadas más recientes de capitalización y apalancamiento como indicadores poco fiables de métricas futuras, por ejemplo, debido a cambios en la estrategia o en las operaciones de una institución financiera no bancaria, porque las fusiones, adquisiciones o ventas pueden tener un impacto relevante en el perfil del grupo o por cambios anticipados en el desempeño de la calidad de activos o la rentabilidad del banco.

Elevados y Sostenidos Balances de Efectivo: Aunque Fitch tiende a enfocarse en los indicadores de apalancamiento basados en deuda bruta, la agencia puede ajustar al alza la evaluación del factor de capitalización y apalancamiento cuando, por ejemplo, una institución financiera no bancaria ha mantenido balances en efectivo elevados de manera continua o cuando los flujos de las emisiones de deuda se mantienen en efectivo para prefinanciar los vencimientos de deuda a corto plazo o sirven como medida proactiva y de precaución durante períodos de estrés alto. En esos casos, Fitch puede poner mayor énfasis en los indicadores de apalancamiento de deuda neta. La consideración de los indicadores de apalancamiento de deuda neta se podría justificar por la presencia de características estructurales que aseguren la continua disponibilidad de dinero en efectivo en beneficio de los tenedores de la deuda, la demostración del mantenimiento de efectivo durante periodos de estrés o por la articulación pública de una estrategia para mantener dichos balances de efectivo. La ausencia de estas características haría muy poco probable tal ajuste al alza.

Ajustes a la Evaluación del Factor de Fondo, Liquidez y Cobertura

Los ajustes más comunes a la evaluación implícita del factor de fondeo, liquidez y cobertura de la institución financiera no bancaria son los siguientes.

Cobertura de Liquidez: Una cobertura fuerte o débil de los pasivos de corto plazo de una institución financiera no bancaria mediante activos líquidos puede conducir a un ajuste al alza o a la baja, respectivamente, de la evaluación del factor de fondeo, liquidez y cobertura. Al realizar esta evaluación, Fitch considerará el volumen, la calidad y el gravamen de los activos líquidos de una institución financiera no bancaria. La ausencia de vencimientos de corto y mediano plazo puede reducir la necesidad de una liquidez significativa, particularmente si los vencimientos de pasivos se extienden más allá de los vencimientos de los activos. De manera similar, la evaluación de fondeo, liquidez y cobertura puede ser ajustada al alza para fondos de inversión con obligaciones financieras a corto y mediano plazo.

Modelo de Negocios Generador de Flujos de Efectivo: Una evaluación más alta del factor de fondeo, liquidez y cobertura puede ser el resultado si el modelo de negocios de la institución financiera no bancaria está considerado como altamente generador de flujos de efectivo, especialmente en tiempos de estrés, desaceleración económica o gastos de capital reducidos. Por ejemplo, ciertos modelos de negocios con flujos de efectivo contractuales (administradores, compañías de renta/arrendamiento) han demostrado históricamente una capacidad para generar un flujo de efectivo significativo, una vez que los gastos de capital discrecionales se han moderado.

Sensibilidad a la Confianza: Al evaluar los riesgos asociados al fondeo mayorista de una institución financiera no bancaria, Fitch considerará su estructura de plazos, diversificación por fuente y capacidad de acceso al mercado. Un fondeo estable de largo plazo (por ejemplo, debido a un acceso al mercado bien establecido) puede dar lugar a un ajuste al alza en la evaluación del factor de fondeo, liquidez y cobertura. Por el contrario, la evaluación implícita del factor de

fondeo, liquidez y cobertura de una institución financiera no bancaria puede ser ajustada a la baja si tiene un acceso limitado o inconsistente a los mercados de capitales.

Liquidez en Moneda Extranjera: La evaluación del factor de fondeo, liquidez y cobertura de una institución financiera no bancaria puede ser ajustada a la baja cuando la cobertura de pasivos en moneda extranjera por liquidez en moneda extranjera es débil, en particular cuando podría ser difícil para una institución financiera no bancaria convertir la moneda local a moneda

extrajera, en caso de necesitarlo.

Fungibilidad: Fitch puede ajustar a la baja la evaluación del factor de fondeo, liquidez y cobertura de una institución financiera no bancaria cuando tiene subsidiarias relevantes, en particular las extranjeras y reguladas, y hay restricciones significativas en las transferencias de liquidez dentro del grupo. Indicadores de liquidez y fondeo individuales más débiles que los del grupo en forma consolidada aumentarían la probabilidad de tal ajuste.

Acceso Contingente: La capacidad relativamente fuerte para acceder a liquidez contingente debido a, por ejemplo, líneas de crédito considerables, comprometidas y de larga duración, puede conducir a un ajuste positivo de la evaluación del factor de fondeo, liquidez y cobertura. Por el contrario, una dependencia excesiva del fondeo de corto plazo o no comprometido puede dar como resultado un ajuste negativo.

Métricas Históricas y Futuras: Fitch puede ver las métricas históricas de fondeo y liquidez como indicadores no confiables de métricas futuras, por ejemplo, debido a cambios en la estrategia o en las operaciones de una institución financiera no bancaria, o porque las fusiones, adquisiciones o ventas pueden tener un impacto relevante en la estructura del balance.

Por lo general, las medidas financieras están influenciadas por el entorno operativo y Fitch las considera en ese contexto. Por lo tanto, las comparaciones de medidas financieras a través de diferentes geografías reflejarán los distintos entornos operativos, legales y regulatorios de las instituciones no bancarias. Consecuentemente, las comparaciones de medidas financieras de pares directos o de mercado tendrán mayor importancia en esta evaluación.

Fitch no emplea ponderaciones preestablecidas para factores o subfactores, ya que su influencia relativa puede variar. Por ejemplo, es probable que sea alta la importancia relativa de la capitalización, el apalancamiento y la calidad de activo para la evaluación del PCI de una institución financiera no bancaria que sufre de un déficit considerable de capital como resultado de grandes pérdidas de préstamos de carácter idiosincrático (y que la calificación crediticia individual sea muy baja), incluso si la institución financiera no bancaria logra un buen o mejor resultado en relación con otros factores o subfactores.

A través del resto de la sección del Perfil Financiero de la metodología, se hace referencia periódicamente al EBITDA. Para evitar dudas, Fitch comúnmente ajusta los cálculos del EBITDA para contabilizar varios aspectos analíticos, incluidos, entre otros, factores no recurrentes, factores relativos al desempeño u otros gastos distintos del efectivo, como la compensación en acciones.

Cálculo del EBITDA^a

Utilidad antes de impuestos
+ gastos por intereses
+ depreciación
+ amortización
+/- ajustes de elementos no recurrentes
+/- otros ajustes analíticos (por ejemplo, artículos no en efectivo)
= EBITDA

^a En el caso de los administradores de inversión, Fitch normalmente utiliza cálculos del EBITDA basados en comisiones ((F)EBITDA), como se definen en la [página 62](#).
Fuente: Fitch Ratings.

Cálculo del Capital Base Según Fitch

Capital total de los accionistas
- Crédito Mercantil e intangibles (incluidos los derechos de servicio hipotecario)
- Activos por impuestos diferidos relacionados con pérdidas operativas netas (si están disponibles y con un valor mínimo de cero); de lo contrario, activos por impuestos diferidos netos en su totalidad (con un valor mínimo de cero)
- Los intereses no mayoritarios, a menos que se considere que presentan capacidad de absorción de pérdidas
- Tramos de primera pérdida de bursatilizaciones dentro y fuera del balance general
- El componente de crédito de los cambios del valor razonable en la deuda del emisor
- Valor neto del activo o valor intrínseco de cualquier compañía de seguros
+ Porción de capital de cualquier capital híbrido
= Capital Base según Fitch

Fuente: Fitch Ratings.

Cálculo de Capital Tangible

Capital total de los accionistas
- Plusvalía e intangibles
- Activos por impuestos diferidos relacionados con pérdidas operativas netas (si están disponibles y con un valor mínimo de cero); de lo contrario, activos por impuestos diferidos netos en su totalidad (con un valor mínimo de cero)
- Los intereses no mayoritarios, a menos que se considere que presentan capacidad de absorción de pérdidas
+ Porción de capital de cualquier capital híbrido
= Capital tangible

Fuente: Fitch Ratings.

A través del resto de la sección de Perfil Financiero de la metodología, se hace referencia periódicamente a capital común. Para evitar dudas, Fitch se centra en el capital tangible, que excluye el crédito mercantil y otros intangibles, los activos asociados a pérdidas fiscales diferidas y los intereses minoritarios que no absorben pérdidas, y suma la porción de capital de cualquier instrumento de capital híbrido. Cuando esté disponible y sea relevante, Fitch también puede considerar métricas de capitalización complementarias basadas en medidas de capital regulatorias, como Capital Común Nivel 1 (, CET1; *Common equity tier 1*) o Capital Base según Fitch (FCC; *Fitch Core Capital*), como se define en la tabla de la derecha.

Las siguientes tablas identifican los atributos del Perfil Financiero que Fitch ha definido como “fundamentales” o “complementarios”, junto con una indicación de cómo cada atributo se evalúa normalmente. La matriz de subfactores/categorías de calificación que las acompaña, proporciona características representativas que ayudan en la determinación de la evaluación general asignada al factor en cada caso.

II.5.a Sociedades de Corretaje de Valores

La evaluación de Fitch del perfil financiero de las sociedades de corretaje de valores incluye los siguientes subfactores:

- calidad de activos;
- ganancias y rentabilidad;
- capitalización y apalancamiento;
- fondeo, liquidez y cobertura.

Características de Riesgo de las Actividades Comerciales Principales de las Sociedades de Corretaje de Valores

Actividad	Uso de Balance General	Nivel de Riesgo	Nivel de Rentabilidad	Estabilidad de Rentabilidad
Formador de Mercado de Valores	Alto	Alto	Medio	Cíclica
Corretaje Principal	Alto	Alto	Medio	Cíclica
Intermediación por Cuenta Propia	Alto	Alto	Medio	Cíclica
Suscripción de Valores	Alto	Medio	Alto	Cíclica
Préstamos	Alto	Medio	Bajo	Cíclica
Corretaje de Valores	Bajo	Medio	Bajo	Cíclica
Asesoría Financiera	Bajo	Bajo	Medio	Cíclica
Servicios Posteriores a Intermediación	Bajo	Bajo	Bajo	Estable
Administradores de Inversiones	Bajo	Bajo	Medio a Alto	Estable

Fuente: Fitch Ratings.

Calidad de Activos: Sociedades de Corretaje de Valores

Atributo	Fundamental contra complementario	Descripción
Indicador de Cartera Vencida y en Incumplimiento(NPL) ^a	Fundamental (para sociedades de corretaje de valores con actividad crediticia significativa)	Para las sociedades de corretaje de valores con una exposición más significativa del balance a actividades de inversión y préstamos, la evaluación de la calidad de activos es similar al análisis de Fitch para otros prestamistas de instituciones financieras no bancarias y tiene en cuenta el deterioro de préstamos, provisiones relacionadas y crecimiento de activos. Para las sociedades de corretaje de valores con bajo uso de balance, la calidad de activos puede ser una consideración de menor influencia o incluso puede considerarse no aplicable.
Cobertura, Garantía y Margen	Complementario (para sociedades de corretaje de valores con actividad crediticia significativa)	Fitch toma en consideración los indicadores de cobertura de reservas, la idoneidad de los requisitos de garantía y margen, y la capacidad para hacer efectiva la garantía. El enfoque de Fitch es determinar si es probable que el capital de la empresa se vea afectado de manera negativa debido a niveles de cobertura de reserva inadecuados. Para los activos mantenidos a valor razonable o valor de mercado, Fitch evalúa las metodologías de medición, particularmente si se trata de valoraciones basadas en un modelo. Fitch también considera la administración de la cartera vencida y el enfoque de la administración para reestructurar y reprogramar los activos deteriorados.
Riesgos de Contraparte y Liquidación	Complementario	El riesgo de contraparte es una consideración en el caso de las empresas que participan en transacciones de valores y derivados. La ausencia de funciones de crédito independientes y políticas de puntaje o calificación para exposiciones de contraparte de valores o derivados influenciarán negativamente la evaluación de Fitch sobre la calidad de activos. Sin embargo, el riesgo crediticio no es tan importante para la actividad de corretaje puro (como es el caso algunos intermediarios) o para las empresas que proporcionan servicios de asesoría en lugar de invertir en transacciones de valores. Un departamento de riesgo crediticio independiente de los departamentos de ventas y negociación que determina los límites de contraparte, supervisa activamente el uso e informa violaciones podría influir positivamente en la evaluación de calidad de activos de Fitch, así como podrían hacerlo los parámetros de riesgo en relación con la calidad crediticia de los custodios principales utilizados.
Bursatilización y otras exposiciones fuera del balance general	Complementario (para sociedades de corretaje de valores con actividad crediticia significativa)	En la medida en que Fitch pueda determinar y evaluar la exposición de una sociedad de valores a los riesgos de bursatilización, los tramos de primera pérdida de las bursatilizaciones fuera de balance se deducen del capital tangible. La agencia también puede agregar estos riesgos al balance general si aún no se informan como tales. Fitch considera los riesgos y compromisos fuera del balance cuando estos son grandes en relación con el capital o los activos ponderados por riesgo o cuando presentan riesgos considerables de reputación o liquidez. Es probable que esto sea un riesgo inherente al que se enfrentan las empresas que han acordado financiar vehículos para fines especiales (SPV) u otras contingencias no consolidadas, pero también es importante para las empresas que patrocinan fondos de inversión.

^a Cuando se presentan con base en la NIIF 9, la cartera vencida serán los préstamos clasificados como en etapa 3. Fuente: Fitch Ratings.

Métricas de Calidad de Activos: Sociedades de Corretaje de Valores

Alto uso de balance general	Fundamental contra complementario
Indicador de Cartera Vencida y en Incumplimiento ^a	Fundamental (para sociedades de corretaje de valores con actividad crediticia significativa)
Reservas para pérdidas crediticias/Préstamos vencidos	Complementario
Cargos por incumplimiento de préstamos/Préstamos brutos promedio	Complementario
Préstamos vencidos menos reservas para pérdidas crediticias/Capital tangible	Complementario
Crecimiento de préstamos brutos	Complementario

^a Cuando se presentan con base en la NIIF 9, la cartera vencida serán los préstamos clasificados como en etapa 3. Fuente: Fitch Ratings.

Ganancias y Rentabilidad: Sociedades de Corretaje de Valores

Atributo	Fundamental contra complementario	Descripción
Utilidad Operativa/Capital Promedio	Fundamental (para sociedades de corretaje de valores con alto uso de balance)	Las ganancias y la rentabilidad son consideraciones importantes en el análisis de Fitch de las sociedades de corretaje de valores con un alto uso de balance, ya que indican la capacidad de una sociedad de corretaje de valores para generar o, por el contrario, erosionar su capital. Un desempeño fuerte o débil puede también afectar la confianza del mercado en el emisor y, por lo tanto, su acceso a financiamiento. La métrica principal (utilidad operativa/capital promedio) captura la capacidad de una sociedad de corretaje de valores de generar beneficios recurrentes en relación con los riesgos que asume.
EBITDA/Ingresos	Fundamental (para sociedades de corretaje de valores con bajo uso de balance)	En el caso de las sociedades de corretaje de valores con actividades limitadas que requieren de un uso intensivo del balance, la métrica principal de la rentabilidad del flujo de caja es el margen de EBITDA. Dado que muchas sociedades de corretaje de valores con un bajo uso de balance tienen una necesidad continua de invertir en el desarrollo tecnológico. Fitch también tiene en cuenta la cantidad de flujo de caja operativo generado para respaldar los gastos de capital.
Estabilidad de las Ganancias	Complementario	La evaluación de las ganancias y la rentabilidad de Fitch puede verse influida negativamente por la actividad de inversión y negociación de acciones de propiedad debido a la considerable volatilidad potencial de los beneficios que puede presentar. Por el contrario, si las empresas de mayor riesgo se complementan con ingresos operativos más estables, como la administración de inversiones, operaciones de compensación o financiaciones de valores, esto puede influir positivamente en la evaluación de ganancias y rentabilidad de Fitch.
Gastos de Compensación	Complementario	Los gastos de compensación a menudo se analizan como un porcentaje de los ingresos netos para determinar los costos relativos a los niveles de actividad, y los índices de compensación excesivos podrían limitar las calificaciones crediticias individuales. Sin embargo, la combinación de negocios es un factor importante al evaluar este indicador, ya que las líneas de negocio específicas pueden requerir mayor o menor soporte de infraestructura y personal. La estabilidad del índice de compensación a través de varios ciclos de ingresos también es una medida importante de la flexibilidad de la estructura de costos. Fitch evalúa la eficacia de la compensación, principalmente entre su política de bonos, para controlar los gastos de compensación. Esto incluye el grado en que los bonos están vinculadas al rendimiento de la empresa o individual, se distribuyen con el tiempo o se pagan en acciones u opciones en lugar de en efectivo.
Gastos sin Compensación	Complementario	Fitch evalúa los costos no relacionados con el personal como un porcentaje de los gastos sin intereses en conjunto y, si es posible o relevante, por partidas individuales. La agencia también puede considerar la combinación de negocios de la empresa en la evaluación de los índices de costos no relacionados con el personal. Si bien un índice de gastos no relacionados con el personal anormalmente alto o una tendencia creciente puede indicar una falta de control de la gestión sobre los niveles de gastos, índices bajos pueden indicar una reinversión insuficiente en tecnología e infraestructura de sistemas para mejorar la productividad, cumplir los requisitos normativos y mantener la competitividad de la empresa o mantener una buena supervisión del desarrollo de riesgos.

Fuente: Fitch Ratings.

Valores de Referencia de Ganancias y Rentabilidad: Sociedades de Corretaje de Valores

Métrica	Evaluación del Entorno Operativo	Evaluación Implícita del Factor				
		aa y mayor	a	bbb	bb	b y menor
Utilidad Operativa/Capital Promedio (%) ^a	Categoría 'aa' o mayor	x > 20	10 < x ≤ 20	5 < x ≤ 10	3 < x ≤ 5	x ≤ 3
Ingresos Operativos/Capital Promedio (%) ^a	Categoría 'a'	x > 25	15 < x ≤ 25	5 < x ≤ 15	3 < x ≤ 5	x ≤ 3
Ingresos Operativos/Capital Promedio (%) ^a	Categoría 'bbb'		x > 15	10 < x ≤ 15	3 < x ≤ 10	x ≤ 3
Ingresos Operativos/Capital Promedio (%) ^a	Categoría 'bb'			x > 15	10 < x ≤ 15	x ≤ 10
Ingresos Operativos/Capital Promedio (%) ^a	Categoría 'b' o menor				x > 15	x ≤ 15
EBITDA/Ingresos (%) ^b	Todas	x > 50	30 < x ≤ 50	20 < x ≤ 30	10 < x ≤ 20	x ≤ 10

^a Para sociedades de corretaje de valores con alto uso de balance. ^b Para sociedades de corretaje de valores con bajo uso de balance.

Fuente: Fitch Ratings.

Métricas de Ganancias y Rentabilidad: Sociedades de Corretaje de Valores

Alto uso de balance general	Fundamental contra complementario
Utilidad operativa/Capital promedio	Fundamental
Ingreso neto/Capital promedio	Complementario
Gastos operativos/Ingresos totales	Complementario
Compensación/Ingresos netos	Complementario
Bajo uso de balance general	Fundamental contra complementario
EBITDA/Ingresos	Fundamental

Fuente: Fitch Ratings.

Capitalización y Apalancamiento: Sociedades de Corretaje de Valores

Atributo	Fundamental contra complementario	Descripción
Apalancamiento ajustado neto (activos tangibles menos reportos inversos y préstamo de valores entre capital tangible, o su inverso)	Fundamental (para sociedades de corretaje de valores con alto uso de balance)	Para las sociedades de corretaje de valores que mantienen un volumen sustancial de activos en el balance o en compromisos que podrían requerir financiamiento, la evaluación de Fitch del apalancamiento refleja más de cerca un análisis bancario. La calidad y el tamaño absoluto del capital de una empresa y su adecuación de capital (es decir, el tamaño de su capital en relación con sus riesgos), tal y como se expresa en el indicador de apalancamiento ajustado neto, es la consideración fundamental al evaluar la capitalización y el apalancamiento de las sociedades de corretaje de valores con alto uso de balance.
Deuda bruta/ EBITDA	Fundamental (para sociedades de corretaje de valores con bajo uso de balance)	En el caso de las sociedades de corretaje de valores que llevan relativamente pocos activos de riesgo, la evaluación de la cobertura de deuda se basa más en los flujos de caja. En el caso de los corredores intermediarios (<i>interdealer brokers</i>) y otras sociedades de corretaje de valores, una gran proporción de efectivo suele estar ligada a subsidiarias con fines regulatorios y operativos, por lo que el apalancamiento se evalúa mejor con base en la deuda bruta. Fitch también tiene en cuenta la deuda neta/EBITDA, pero reconoce que el exceso de efectivo se puede consumir o desplegar de otro modo, especialmente durante los períodos de estrés. En el caso de las sociedades de corretaje de valores que tienen una combinación de negocios con distintos grados de uso de balance, como corredores de bolsa minoristas, Fitch normalmente evaluará los indicadores de flujo de caja y el apalancamiento en el balance, dado que los indicadores de s balance tienen cada vez más importancia en el análisis en casos en los que el uso de balance es más pronunciado.
Doble apalancamiento	Complementario	Cuando sea relevante, Fitch también analizará el doble apalancamiento, definido como inversiones de capital en subsidiarias más los intangibles de la empresa controladora divididos por el capital, lo que refleja la deuda emitida a nivel de la empresa matriz que se ha reducido como capital en subsidiarias. Aunque un menor doble apalancamiento puede esperarse, Fitch se preocupa cuando el doble apalancamiento es alto (es decir, por encima del 120% o más del capital común de una compañía matriz) de forma sostenida, a menos que se mitigue por otros medios (por ejemplo, a través de un acuerdo de respaldo de liquidez de una subsidiaria). Un alto grado de doble apalancamiento puede dar lugar a diferenciales de calificación mayores entre una compañía matriz y sus subsidiarias, especialmente si están implicadas subsidiarias reguladas, ya que los dividendos de estas entidades pueden estar restringidos. Cuando sea posible, Fitch revisará la capacidad de proveer dividendos de una subsidiaria regulada en relación con los costos fijos y los dividendos de la compañía matriz.
Capital Interno, Regulatorio y Compromisos (Covenants) de Capital	Complementario	Además de las medidas de capital de Fitch, los planes de gestión de capital de una empresa y la comprensión de sus modelos de capital económico son importantes para las calificaciones. Fitch considera como positivos para las calificaciones los modelos de capital económico que influyen positivamente en las actividades empresariales y respaldan niveles de capital estables y sólidos durante un período prolongado. Cuando es relevante, Fitch monitorea los índices de capital regulatorio y los <i>covenants</i> de capital para garantizar que la empresa no esté en peligro de incumplimiento regulatorio.

Fuente: Fitch Ratings.

Valores de Referencia de Capitalización y Apalancamiento: Sociedades de Corretaje de Valores

Métrica	Evaluación del Entorno Operativo	Evaluación Implícita del Factor				
		aa y mayor	a	bbb	bb	b y menor
(Activos tangibles - Reportos inversos - Préstamo de valores)/Capital tangible (x) ^a	Categoría 'aa' o mayor	x<5.0	5.0≤x<10	10.0≤x<15.0	15.0≤x<20.0	x≥20.0
(Activos tangibles - Repos inversos - Préstamo de valores)/Capital tangible (x) ^a	Categoría 'a'	x<2.5	2.5≤x<10.0	10.0≤x<15.0	15.0≤x<20.0	x≥20.0
(Activos tangibles - Repos inversos - Préstamo de valores)/Capital tangible (x) ^a	Categoría 'bbb'		x<5.0	5.0≤x<10.0	10.0≤x<15	x≥15
(Activos tangibles - Repos inversos - Préstamo de valores)/Capital tangible (x) ^a	Categoría 'bb'			x<5.0	5.0≤x<12.0	x≥12.0
(Activos tangibles - Repos inversos - Préstamo de valores)/Capital tangible (x) ^a	Categoría 'b' o menor				x<7.0	x≥7.0
Deuda Bruta/EBITDA (x) ^b	Todas	x<0.5	0.5≤x<1.5	1.5≤x<2.5	2.5≤x<3.5	x≥3.5

^aPara sociedades de corretaje de valores con alto uso de balance. ^bPara sociedades de corretaje de valores con bajo uso de balance.
Fuente: Fitch Ratings.

Fondeo, Liquidez y Cobertura: Sociedades de Corretaje de Valores

Atributo	Fundamental contra complementario	Descripción
Activos líquidos/Fondeo de corto plazo	Fundamental (para sociedades de corretaje de valores con alto uso de balance)	Es importante que las sociedades de corretaje de valores calcen adecuadamente el plazo de su fondeo con la liquidez de sus activos, con especial atención en la cantidad de activos líquidos disponibles para respaldar las fuentes de fondeo de corto plazo, que están sujetas al riesgo de refinanciamiento. En la medida en que los acuerdos de recompra a corto plazo (reportos) se utilizan principalmente para financiar activos altamente líquidos que se pueden comprometer a un intercambio, esto se considera más apropiado.
EBITDA/Gastos por intereses	Fundamental (para sociedades de corretaje de valores con bajo uso de balance)	En el caso de las sociedades de corretaje de valores con un bajo uso de balance, el fondeo, la liquidez y la cobertura se evalúan principalmente en el contexto del EBITDA en comparación con el gasto por intereses.
Fondeo de largo plazo/Activos no Líquidos	Complementario (para sociedades de corretaje de valores con alto uso de balance)	Fitch evalúa el fondeo de activos no líquidos, tales como <i>merchant banking</i> y valores de alta rentabilidad, activos fijos y capital privado, y considera el grado en que se fondean mediante deuda de largo plazo y capital. Fitch también evalúa los requisitos de fondeo contingentes a los que se puede enfrentar la empresa, como las líneas de liquidez, las líneas de respaldo extendidas o las llamadas de margen adicionales que se pueden realizar si cambian las condiciones del mercado.
Diversificación del fondeo	Complementario	Fitch evalúa la diversificación del fondeo de una sociedad de corretaje de valores, el perfil de vencimiento de la deuda, el estado de liquidez y la proporción de activos líquidos no gravados. Los vencimientos sustanciales a corto plazo y/o los vencimientos concentrados en un período de tiempo determinado pueden limitar la calificación, El acceso a las líneas de liquidez de los bancos centrales también puede ser un factor positivo en la evaluación del fondeo, la liquidez y la cobertura, pero no todas las sociedades de corretaje de valores se benefician de esto, ya que dicho acceso depende de la jurisdicción y del estado legal de dicha jurisdicción.
Cumplimiento de <i>covenants</i>	Complementario	La evaluación del fondeo, la liquidez y la cobertura de Fitch también puede incluir el análisis del cumplimiento de cualquier <i>covenant</i> financiero por parte de un emisor, la medida en que el cumplimiento de dichos acuerdos fluctúe y la capacidad de la administración de operar el negocio y obtener fondeo sin estar excesivamente limitado por los requisitos del <i>covenant</i> .

Fuente: Fitch Ratings.

Valores de Referencia de Fondeo, Liquidez y Cobertura: Sociedades de Corretaje de Valores

	Evaluación del Entorno Operativo	Evaluación Implícita del Factor				
		aa y mayor	a	bbb	bb	b y menor
Activos líquidos/Fondeo de corto plazo (%) ^a	Categoría 'aa' o mayor	x>200	150<x≤200	100<x≤150	85<x≤100	x≤85
Activos líquidos/ Fondeo de corto plazo (%) ^a	Categoría 'a'	x>300	175<x≤300	100<x≤175	85<x≤100	x≤85
Activos líquidos/ Fondeo de corto plazo (%) ^a	Categoría 'bbb'		x>300	175<x≤300	100<x≤175	x≤100
Activos líquidos/ Fondeo de corto plazo (%) ^a	Categoría 'bb'			x>300	150<x≤300	x≤150
Activos líquidos/ Fondeo de corto plazo (%) ^a	Categoría 'b' o menor				x>200	x≤200
EBITDA/Gastos por intereses (x) ^b	Todas	x>15	10<x≤15	6<x≤10	3<x≤6	x≤3

^aPara sociedades de corretaje de valores con alto uso de balance. ^bPara sociedades de corretaje de valores con bajo uso de balance.
Fuente: Fitch Ratings.

Métricas de Fondeo, Liquidez y Cobertura: Sociedades de Corretaje de Valores

Alto uso de balance general	Fundamental contra complementario
Activos líquidos/Fondeo de corto plazo	Fundamental
Fondeo de largo plazo/Activos no Líquidos	Complementario
Bajo uso de balance general	Fundamental contra complementario
EBITDA/Gastos por intereses	Fundamental
Activos líquidos/Fondeo de corto plazo	Complementario

Fuente: Fitch Ratings.

Perfil Financiero: Sociedades de Corretaje de Valores

	aaa	aa	a	bbb	bb	b	ccc y menores
Calidad de Activos	Actividades de Préstamo e Inversión: Extremadamente estable durante los ciclos del mercado. Las medidas de calidad de activos son consistentemente mejores que las de instituciones comparables. Los riesgos de concentración son muy bajos.	Actividades de Préstamo e Inversión: Muy alto grado de estabilidad en los ciclos del mercado. Las medidas de calidad de activos son mejores que las de instituciones comparables. Los riesgos de concentración son bajos.	Actividades de Préstamo e Inversión: Tiene un alto grado de estabilidad durante los ciclos del mercado. Es probable que las medidas de calidad de activos sean moderadamente mejores que las de instituciones pares o menos vulnerables a los ciclos económicos de tasas. Los riesgos de concentración pueden ser modestamente mejores que los de los pares.	Actividades de Préstamo e Inversión: Tiene un grado de estabilidad durante los ciclos del mercado. Las medidas de calidad de activos y/o de riesgo de concentración están generalmente de acuerdo con los promedios generales de la industria.	Actividades de Préstamo e Inversión: Las medidas de calidad de activos tienden a ser más volátiles frente a cambios en los ciclos económicos o de mercado y, por lo general, peores o más vulnerables que los promedios generales de la industria. Los riesgos de concentración pueden estar por encima del promedio.	Actividades de Préstamo e Inversión: Las medidas de calidad de activos son muy volátiles frente a cambios en los ciclos económicos o de mercado y, por lo general, significativamente peores o más vulnerables que los promedios generales de la industria. Los riesgos de concentración pueden ser muy altos.	Actividades de Préstamo e Inversión: Tiene o es probable que tenga medidas de calidad de activos que se desvíen significativamente de los valores de referencia del sector o de las normas históricas.
	Actividades de intermediación: El riesgo de contraparte está extremadamente bien administrado y diversificado.	Actividades de Intermediación: El riesgo de contraparte está bien administrado y diversificado.	Actividades de Intermediación: El riesgo de contraparte está moderadamente bien administrado y diversificado.	Actividades de Intermediación: El riesgo de contraparte está adecuadamente administrado y diversificado.	Actividades de Intermediación: La gestión de riesgos de contraparte está por debajo de la media con una diversificación limitada.	Actividades de Intermediación: Gestión de riesgos de contraparte débil con alta concentración.	Actividades de Intermediación: Deficiencias significativas de administración de riesgo de contraparte.

Continúa en la siguiente página.
Fuente: Fitch Ratings.

Perfil Financiero: Sociedades de Corretaje de Valores (Continuación)

	aaa	aa	a	bbb	bb	b	ccc y menores
Ganancias y Rentabilidad	Las ganancias y la rentabilidad son altamente predecibles a través de los ciclos económicos y/o de tasas de interés. Dependencia limitada de los ingresos transaccionales. Estructura de costos altamente variable. Rentabilidad superior en relación con sus pares.	Las ganancias y la rentabilidad son muy predecibles a través de múltiples ciclos económicos y/o de tasas de interés. Dependencia limitada de los ingresos transaccionales. Estructura de costos altamente variable. Rentabilidad sólida en relación con sus pares.	Las ganancias y la rentabilidad son moderadamente variables a través de los ciclos económicos y/o de tasas de interés. Dependencia moderada de los ingresos transaccionales. Estructura de costos muy variable. Rentabilidad sólida en relación con sus pares.	Las ganancias y la rentabilidad pueden ser variables a través de los ciclos económicos y/o de tasas de interés. Dependencia moderada de los ingresos transaccionales. Estructura de costos muy variable. Rentabilidad adecuada en relación con sus pares.	Las ganancias y la rentabilidad pueden ser altamente variables a través de los ciclos económicos y/o de tasas de interés. Dependencia moderada de los ingresos transaccionales. La estructura de costos es menos variable que en compañías similares. Rentabilidad por debajo del promedio en relación con sus pares.	Las ganancias y la rentabilidad son volátiles y están altamente correlacionadas a los ciclos económicos y/o de tasas de interés. Gran dependencia de los ingresos transaccionales. La estructura de costos es, en gran medida, fija. Rentabilidad débil en relación con sus pares.	Puede ser estructuralmente no rentable ya sea en términos de lo reportado o de operación. El retorno al punto de equilibrio o una rentabilidad sostenible son sumamente inciertos.
Capitalización y Apalancamiento	La capitalización y el apalancamiento son extremadamente fuertes y proporcionales al riesgo. La capitalización y el apalancamiento se mantienen con una holgura muy significativa respecto de los mínimos regulatorios y los de instituciones pares. Los objetivos de capital y apalancamiento incorporan la capacidad de resistir <i>shocks</i> severos.	La capitalización y el apalancamiento son fuertes y proporcionales al riesgo. La capitalización y el apalancamiento se mantienen con una holgura cómoda respecto de los mínimos regulatorios y de instituciones pares. Los objetivos de capital y apalancamiento incorporan la capacidad para resistir <i>shocks</i> significativos.	Los niveles de capitalización y apalancamiento son ampliamente proporcionales al riesgo. La capitalización y el apalancamiento se mantienen con holgura sólida sobre los mínimos regulatorios y generalmente por encima de los de instituciones pares. Los niveles de apalancamiento y capital pueden ser relativamente más volátiles, pero probablemente afectados solo moderadamente por severos <i>shocks</i> de calidad de los activos y de valores del mercado.	La capitalización y el apalancamiento pueden no ser completamente proporcionales al riesgo. La capitalización y el apalancamiento se mantienen con holgura satisfactoria sobre los mínimos regulatorios y generalmente son acordes con los de instituciones pares. Los niveles de capital y apalancamiento pueden ser más vulnerables a <i>shocks</i> severos.	La capitalización y el apalancamiento no son completamente proporcionales al riesgo. La capitalización y el apalancamiento se mantienen con holgura moderada sobre los mínimos regulatorios y pueden estar por debajo de los de pares o ser un poco vulnerables debido a los riesgos significativos del país. El capital y el apalancamiento son altamente vulnerables a impactos graves, pero pueden resistir <i>shocks</i> moderados.	La capitalización y el apalancamiento no son proporcionales al riesgo. La capitalización y el apalancamiento son bajos y la holgura sobre los mínimos regulatorios es baja o el capital es vulnerable debido a los altos riesgos país. Los niveles de capital y apalancamiento pueden estar muy por debajo de los de las instituciones pares y ser altamente vulnerables a los <i>shocks</i> .	La capitalización y el apalancamiento tienen deficiencias claras que ya han requerido o pueden requerir de inyecciones de capital.
Fondeo, Liquidez y Cobertura	El fondeo y la liquidez son excepcionalmente estables. Dependencia mínima del fondeo mayorista. El fondeo no es sensible a la confianza. Las fuentes de fondeo y los vencimientos son altamente diversos. Se implementan planes de contingencia de fondeo extremadamente sólidos.	El fondeo y la liquidez son muy estables. Dependencia mínima del fondeo de corto plazo. El fondeo mayorista es principalmente de largo plazo con un apetito de inversionistas establecido. El perfil de fondeo y vencimiento es relativamente menos sensible a la confianza. Las fuentes de fondeo son muy diversas. Se implementan planes de contingencia de fondeo muy sólidos.	El fondeo y la liquidez son estables. El fondeo mayorista es principalmente de largo plazo. El fondeo puede ser moderadamente sensible a la confianza. Las fuentes de fondeo y los vencimientos son relativamente diversos. Se implementan planes de contingencia de fondeo sólidos.	El fondeo y la liquidez son generalmente estables, aunque puede haber concentraciones de fondeo moderadas o dependencia de fuentes de fondeo mayorista menos estables. El perfil de fondeo o de vencimiento es sensible a la confianza y la liquidez se puede volver más cara o menos estable durante períodos de estrés. Se implementan planes de contingencia de fondeo razonables.	En general, el fondeo y la liquidez son estables, aunque puede haber concentraciones de fondeo o vencimientos relevantes o dependencia significativa en fuentes de fondeo mayorista menos estables. El acceso al fondeo puede ser incierto durante los períodos de estrés del mercado. Es posible que los planes de fondeo de contingencia no sean suficientes.	El fondeo y la liquidez son menos estables y más propensos a cambios repentinos en la opinión de los acreedores. El acceso a fondeo durante períodos de estrés de mercado es muy incierto. Se presentan concentraciones de vencimientos a corto plazo. Es posible que los planes de fondeo contingentes no estén bien desarrollados.	El fondeo y la liquidez son inestables en ausencia de cualquier mecanismo formal de soporte extraordinario. Se presentan importantes concentraciones de vencimientos a corto plazo. No existen planes de fondeo contingente.

Fuente: Fitch Ratings.

II.5.b Administradores de Inversiones

La evaluación de Fitch del perfil financiero de los administradores de inversiones, las compañías de inversiones y los fondos de inversión considera los siguientes subfactores:

- desempeño de los activos (y calidad de los activos de las compañías de inversiones);
- ganancias y rentabilidad;
- capitalización y apalancamiento;
- fondeo, liquidez y cobertura.

Definiciones de Ganancias del Administrador de Inversiones

Cuotas de Administración Base
(+) Comisiones de transacciones y consultoría
(-) Compensación no vinculada a incentivos
(-) Compensación de capital
(-) Gastos operativos
(-) Gastos de interés
(=) Ganancias relacionadas con comisiones
(+) Compensación de capital
(+) Gastos por intereses
(+) Amortización y depreciación
(-) Ingresos distintos del efectivo
(=) (F)EBITDA

F - Fee based
Fuente: Fitch Ratings.

Desempeño de los Activos: Administradores de Inversión

Atributo	Fundamental contra complementario	Descripción
Flujos Netos de Clientes /(F)AUM Iniciales	Fundamental (para administradores de inversiones y fondos de inversión)	Fitch evalúa los flujos de fondos en términos absolutos y relativos para comprender la capacidad de una empresa de aprovechar las condiciones del mercado para invertir o salir de las inversiones y, en el caso de los fondos líquidos, para evaluar las entradas de capital netas o las redenciones en una gran variedad de ciclos del mercado. Los flujos de fondos más estables se traducen en una mayor estabilidad de las comisiones en el tiempo. En la medida en que el administrador o el fondo tengan entradas de capital más predecibles o una capacidad para gestionar el ritmo de las salidas de capital, esto podría influir positivamente en la evaluación de Fitch. Entre los ejemplos de entradas de capital más predecibles se incluye un administrador de inversiones con una aseguradora asociada que utiliza el administrador de inversiones para gestionar toda o parte de su cuenta de inversión general, o un fondo de pensiones establecido para gestionar las contribuciones de una porción definida de empleados o ciudadanos. Algunos ejemplos de salidas de capital gestionadas podrían incluir estructuras de fondos en las que el administrador de inversiones puede influir en el momento o el importe de redención.
Desempeño y Calidad de los Activos	Complementario (para compañías de inversiones)	En el caso de las compañías de inversiones, Fitch considera una combinación de factores de desempeño y calidad de los activos. El desempeño de los activos pretende determinar cómo la depreciación/apreciación del valor de mercado ha afectado al valor de los activos que garantizan una deuda pendiente, al tiempo que proporciona una indicación de las capacidades de selección de activos de la sociedad de inversión (o de su administrador de inversiones). La calidad de los activos está destinada a indicar la calidad de las inversiones que compensan la deuda pendiente y la calidad/fiabilidad del dividendo ascendente y los ingresos por intereses recibidos de las compañías de la cartera. En el caso de las compañías de inversiones que invierten en una cantidad finita (menos de 30) de compañías de cartera o que muestran una concentración de cartera significativa (control individual superior al 15 %), Fitch considera la calidad crediticia y la antigüedad de las inversiones subyacentes para evaluar el perfil general de calidad de los activos. Normalmente, esto se consigue observando las calificaciones de Fitch de dichas compañías de la cartera o mediante el análisis de otras fuentes externas de información, en ausencia de dicha información. En la medida en que una compañía de la cartera que compone una gran parte (superior al 15 %) de la cartera no esté calificada, Fitch puede optar por realizar una opinión crediticia interna de dicha entidad para respaldar la calificación de la sociedad de inversión.
Desempeño en Relación con los Valores de Referencia y los Pares	Complementario	Fitch considera la estabilidad de la rentabilidad de las inversiones en términos absolutos y en relación con las expectativas de los inversores. Fitch tendrá en cuenta los valores de referencia específicos de la compañía al evaluar el desempeño de los fondos, pero también buscará fuentes independientes de datos sobre el desempeño, si están disponibles, para comprender el desempeño relativo de los fondos según antigüedad, tamaño, geografía y estrategia. Sin embargo, los períodos prolongados de desempeño superior sin explicación también requerirán de un análisis adicional y podrían dar lugar a un ajuste negativo en la evaluación del desempeño de los activos si debilidades significativas en la gestión de riesgos o una desviación del estilo de inversión fueron el catalizador.
Estabilidad de la Comisión por Administración	Complementario	Fitch también evaluará la estabilidad de las comisiones de administración mediante la observación de las contribuciones de ganancias por fondo, estrategia o segmento. De manera similar, una exposición excesiva a una estrategia industrial o sectorial podría aumentar las correlaciones y la volatilidad en los flujos de comisiones. Fitch revisa las comisiones promedio según las estrategias individuales sobre una base relativa para evaluar la capacidad y el poder de fijación de precios del administrador de inversiones y, de este modo, soportar la presión incremental de las comisiones.

Fuente: Fitch Ratings.

Valores de Referencia de Desempeño de Activos: Administradores de Inversiones

	aa y mayor	a	bbb	bb	b y menor
Flujos Netos de Clientes/(F)AUM Iniciales (%) ^a	x>10	5<x≤10	5≥x>(5)	(5)≥x>(10)	x≤(10)

^a Para administradores de inversiones y fondos de inversión. F – *Fee earning*. AUM – Activos bajo administración; *assets under management*.
Fuente: Fitch Ratings.

Métricas de Calidad/Desempeño de Activos: Administradores de Inversiones

Administradores de Inversiones y Fondos de Inversión	Fundamental Contra Complementario
Flujos Netos de Clientes/(F)AUM Iniciales	Fundamental
(F)AUM	Complementario
Crecimiento de (F)AUM	Complementario
Comisión de Administración/Promedio de (F)AUM	Complementario
Ingresos Totales/Promedio de (F)AUM	Complementario
(F)EBITDA/Promedio de (F)AUM	Complementario
Compañías de Inversiones	Fundamental Contra Complementario
Promedio Ponderado de la Calidad Crediticia de las Inversiones/Compañías de la Cartera	Complementario

F – *Fee earning*. AUM – Activos bajo administración; *assets under management*.
Fuente: Fitch Ratings.

Ganancias y Rentabilidad: Administradores de Inversiones

Atributo	Fundamental Contra Complementario	Descripción
(F)EBITDA/Ingresos por Comisiones	Fundamental (para Administradores de Inversiones)	Fitch evalúa las ganancias y la rentabilidad de los administradores de inversiones principalmente con base en las medidas de ganancias relacionadas con las comisiones, como el margen de (F)EBITDA. El margen de (F)EBITDA incluye las comisiones de transacción, monitoreo y asesoría, pero Fitch puede eliminarlas de su cálculo de flujo de efectivo recurrente si se cree que son muy volátiles con el tiempo. Por el contrario, los ingresos por dividendo o intereses que un administrador de inversiones alternativo puede obtener de las inversiones del balance general se podrían agregar al (F)EBITDA si se considera que los ingresos son contractuales (por ejemplo, cupones de interés y dividendos preferentes), menos correlacionados con las principales comisiones de gestión y relativamente estables en el tiempo.
Rendimiento sobre los Activos	Fundamental (para Compañías de Inversiones y Fondos de Inversión)	Para los administradores de inversiones con alto uso de balance general, el rendimiento sobre los activos (ROA; siglas en inglés) es la principal consideración de las ganancias y la rentabilidad. Para las compañías de inversión, las ganancias y la rentabilidad suelen ser un factor de calificación de menor influencia, debido al enfoque analítico en la sobrecolateralización de activos y la liquidez en relación con la deuda y a que los ingresos pueden verse afectados periódicamente por las ganancias o pérdidas no realizadas como resultado de los cambios en los valores de mercado de las inversiones subyacentes. De forma complementaria, las ganancias y la rentabilidad también se pueden evaluar en función del rendimiento sobre el capital (ROE; siglas en inglés).
Diversificación y Estabilidad de las Ganancias	Complementario	La evaluación de Fitch de las ganancias y la rentabilidad tiene en cuenta la tendencia histórica del desempeño de las ganancias, la diversificación, la estabilidad y la calidad de las ganancias del administrador de inversiones, así como la capacidad del administrador de inversiones de generar ingresos a través de los ciclos. La mezcla de productos y la solidez del desempeño por producto son factores clave para proporcionar estabilidad a los ingresos. Un componente adicional al evaluar la estabilidad de las ganancias y las comisiones es si hay bloqueos (<i>lock-ups</i>) en los inversores en fondos.
Generación de Comisiones de Incentivos	Complementario	Si bien Fitch se centra en las medidas recurrentes del flujo de efectivo cuando evalúa el desempeño de las principales ganancias de un administrador de inversiones, la agencia no ignora la generación de ingresos de coinversión o ingresos de incentivos (también conocidos como ingresos de propiedad o <i>carry income</i> y comisiones de desempeño), ya que pueden proporcionar un colchón adicional para mejorar la capacidad del servicio de la deuda y reflejar el éxito del administrador de fondos, lo que ayuda a la compañía a obtener fondos futuros y, por lo tanto, a generar comisiones de gestión futuras. El interés de la propiedad o <i>carried interest</i> puede ser considerable, pero tiene una variabilidad significativa con el tiempo.
Vencimientos y Estructuras de Fondos	Complementario	Fitch considera que las estructuras de fondos con bloqueos (<i>lock-ups</i>), especialmente aquellas a largo plazo, son más favorables, ya que proporcionan una base más estable sobre la que se pueden ganar comisiones. Por lo general, los bloqueos y fondos escalonados se ven más favorables desde el punto de vista de las ganancias, ya que garantizan que el cierre de un fondo no dé lugar a un descenso drástico de las comisiones y, en consecuencia, de las ganancias.

F - Fee Based
Fuente: Fitch Ratings.

Valores de Referencia de Ganancias y Rentabilidad: Administradores de Inversiones

	aa y mayor	a	bbb	bb	b y menor
(F)EBITDA/Ingresos por Comisiones (%)	x>50	30<x≤50	20<x≤30	10<x≤20	x≤10

Fuente: Fitch Ratings.

Métricas de Ganancias y Rentabilidad: Administradores de Inversiones

Administradores de Inversiones	Fundamental Contra Complementario
(F)EBITDA/Ingresos por Comisiones	Fundamental
Comisiones de Administración/ Comisiones Totales	Complementario
Comisiones de Administración /Ingresos Totales	Complementario
(Compensación Base + Gastos Operativos)/Ingresos por Comisiones Totales	Complementario
Compensación por Incentivos/Ingresos por Incentivos	Complementario
Ganancias por Comisiones (Ingreso Neto)/Ingresos por Comisiones	Complementario
Ingreso Neto/Capital Promedio	Complementario
Compañías de Inversiones y Fondos de Inversión	Fundamental Contra Complementario
Ingreso Neto/Activos Promedio	Fundamental
Ingreso Neto/Capital Promedio	Complementario

F - Fee Based
Fuente: Fitch Ratings.

Capitalización y Apalancamiento: Administradores de Inversiones

Atributo	Fundamental Contra Complementario	Descripción
Deuda Bruta/(F)EBITDA	Fundamental (para Administradores de Inversiones)	El apalancamiento, medido por la deuda dividida por (F)EBITDA, se analiza desde una perspectiva de la tendencia y en relación con las compañías similares y los niveles de tolerancia generales de Fitch para una calificación determinada. Fitch aplica valores de referencia de apalancamiento más conservadores para los administradores de inversiones con la mayoría de sus comisiones evaluadas frente al valor del activo neto (NAV; siglas en inglés), en comparación con la mayoría de sus comisiones evaluadas frente al capital comprometido.
Deuda Bruta/Capital Tangible	Fundamental (para Compañías de inversiones)	En el caso de las compañías de inversiones, los fondos de inversión y los administradores de inversiones que tienen exposiciones significativas a la coinvertición, la capitalización del balance general es una consideración más significativa. Cuando se revisa la idoneidad de la capitalización, Fitch considera el tamaño de la base de capital en relación con los riesgos de los administradores de inversiones, la compañía de inversiones o el fondo de inversión. En la medida en que el capital es un factor analítico significativo, Fitch considera las políticas de la gerencia con respecto a los objetivos de los indicadores de capital mínimos, los programas de recompra de acciones y los pagos de dividendos, así como la capacidad de recaudar capital nuevo y generar capital de manera interna. Si están sujetas a requisitos de capital regulatorio, Fitch también revisará estos datos, ya sea en la propia compañía o en cualquier subsidiaria regulada.
Deuda Bruta (Larga + Corta) a VNA	Fundamental (para Fondos de inversión)	Para los fondos de inversión, Fitch normalmente analiza el apalancamiento de forma similar a las sociedades de corretaje de valores mediante el uso del VNA como sustituto del capital. Los altos niveles de apalancamiento serían considerados como un atributo de calificación negativo para los fondos de inversión, debido a las ganancias menos estables y al hecho de que el pago de las obligaciones, generalmente, proviene de las ventas de activos y estos activos suelen ser menos líquidos. Dicho esto, el apalancamiento de los fondos de inversión puede variar ampliamente en función del perfil de riesgo, la liquidez y la duración de los activos.
Tamaño y Composición del Balance General	Complementario	Fitch señala que los administradores de inversiones que únicamente administran activos para inversores externos, a menudo, no disponen de balances generales considerables que requieren una absorción significativa de pérdidas. En tales casos, la capitalización podría ser más baja y el capital común tangible podría ser negativo, incluso a un nivel de apalancamiento y capitalización de grado de inversión. Sin embargo, Fitch esperaría que dichos administradores de inversiones tuvieran suficiente efectivo y capacidad de generación de efectivo para compensar pérdidas operativas o litigios inesperados, según corresponda, debido al alcance de sus operaciones. -Manteniendo todo lo demás igual, un administrador de inversiones que utiliza en gran medida su balance general y hace inversiones ilíquidas tenderá a tener una evaluación menor de capitalización y de

apalancamiento que uno que hace bajo uso de su balance. Sin embargo, otros factores como la capitalización, el acceso al capital y la liquidez pueden contrarrestar estos factores.

F – Fee Based Continúa en la siguiente página.
Fuente: Fitch Ratings.

Capitalización y Apalancamiento: Administradores de Inversiones (Continuación)

Atributo	Fundamental Contra Complementario	Descripción
Crédito Mercantil	Complementario	Muchos administradores de inversiones crecen mediante adquisiciones y, por lo tanto, tendrán una cantidad significativa de crédito mercantil y otros activos intangibles en su balance general. Estos activos también están sujetos a deterioro si la viabilidad del negocio adquirido se deteriora. Fitch tendrá en cuenta el potencial de dicho deterioro en su análisis de apalancamiento y capitalización, según corresponda. Fitch señala que el deterioro no tendrá ningún impacto en el capital tangible, ya que el crédito mercantil se excluye de esta medida. Sin embargo, un deterioro significativo sería un indicador negativo de la salud general de las ganancias fundamentales de un administrador de inversiones.
Apalancamiento Consolidado	Complementario (para Compañías de inversiones)	En el caso de las compañías de inversiones, Fitch tiende a centrarse en la deuda no consolidada sobre capital como la métrica de apalancamiento principal y considera que las métricas de apalancamiento del flujo de efectivo tienen poca influencia. El apalancamiento consolidado se puede considerar como una métrica complementaria para evaluar el grado de apalancamiento total de las inversiones subyacentes en el portafolio. Fitch también puede centrarse más en las métricas de apalancamiento consolidadas en su análisis, en la medida en que una compañía de inversiones cuente con un historial sostenido de prestación de apoyo financiero a las compañías en el portafolio.

Fuente: Fitch Ratings.

Valores de Referencia de Capitalización y Apalancamiento: Administradores de Inversiones

	aa y mayor	a	bbb	bb	b y menor
Deuda Bruta/(F)EBITDA (x) ^a	$x < 0.25$	$0.25 \leq x < 1.5$	$1.5 \leq x < 3.0$	$3.0 \leq x < 5.0$	≥ 5.0
Deuda Bruta/(F)EBITDA (x) ^b	$x < 0.50$	$0.50 \leq x < 2.5$	$2.5 \leq x < 4.0$	$4.0 \leq x < 6.0$	≥ 6.0
Deuda Bruta/Capital Tangible (x) ^c	$x < 0.15$	$0.15 \leq x < 0.35$	$0.35 \leq x < 0.50$	$0.50 \leq x < 1.0$	≥ 1.0

^aPara administradores de inversiones con la mayoría de sus comisiones evaluadas en función del valor del activo neto. ^bPara administradores de activos con la mayoría de sus comisiones evaluadas en función del capital invertido o el capital comprometido. ^cPara compañías de inversiones. F – Fee Based
Fuente: Fitch Ratings.

Métricas de Capitalización y Apalancamiento: Administradores de Inversiones

Administradores de Inversiones	Fundamental Contra Complementario
Deuda Bruta/(F)EBITDA	Fundamental
Deuda Neta/(F)EBITDA	Complementario
Deuda Bruta/Capital Tangible	Complementario
Deuda Neta/Capital Tangible	Complementario
Compañías de Inversiones	Fundamental Contra Complementario
Deuda Bruta/Capital Tangible	Fundamental
Fondos de Inversión	Fundamental Contra Complementario
(Posiciones Largas de Inversiones Brutas + Posiciones Cortas Brutas)/Valor del Activo Neto	Fundamental

F – Fee Based
Fuente: Fitch Ratings.

Fondeo, Liquidez y Cobertura: Administradores de Inversiones

Atributo	Fundamental Contra Complementario	Descripción
(F)EBITDA/ Gastos por Intereses	Fundamental (para Administradores de Inversiones)	Fitch evalúa el fondeo, la liquidez y la cobertura de los administradores de inversiones, principalmente, en función de la cobertura de los intereses. Fitch aplica valores de referencia de cobertura de intereses más conservadores para los administradores de inversiones con la mayoría de sus comisiones evaluadas frente al VNA en relación con los administradores de inversiones con la mayoría de sus comisiones evaluadas frente al capital comprometido. Para los administradores de inversiones que pagan dividendos preferentes, Fitch también podría calcular la cobertura de (F)EBITDA tanto de los gastos por intereses como de los dividendos preferentes.
Cobertura de Dividendos Ascendentes e Ingresos por Intereses sobre el Gasto por Intereses de la Compañía Controladora	Fundamental (para Compañías de Inversiones)	En el caso de las compañías de inversiones, la cobertura se evalúa en el contexto de los dividendos ascendentes y los ingresos por intereses de las de las compañías del portafolio y de las inversiones en relación con los gastos operativos, los gastos por intereses y los dividendos del <i>holding</i> , con una cobertura de más de dos años que se considera congruente con una evaluación de fondeo, liquidez y cobertura de grado de inversión. Para las compañías de inversiones que son de propiedad privada y no han establecido políticas de dividendos, es probable que Fitch elimine los dividendos del <i>holding</i> del denominador de este indicador, lo que refleja la naturaleza altamente discrecional de dichos dividendos y la ausencia de un riesgo reputacional similar, a lo que una compañía de inversiones que cotiza en bolsa puede enfrentarse mediante la reducción o el recorte de sus dividendos.
(Efectivo + Activos No Gravados)/Deuda No Garantizada	Fundamental (para Fondos de Inversión)	Para los fondos de inversión, Fitch se centra más en la liquidez de los activos que en su capacidad de generación de flujo de efectivo.
Estabilidad y Diversificación del Fondeo	Complementario	Al evaluar la estabilidad de estas fuentes de fondeo, Fitch revisa el perfil de vencimiento de la deuda, las fuentes de pago de los vencimientos de corto plazo, la naturaleza de los <i>covenants</i> de deuda significativos y el desempeño actual y reciente de dichos acuerdos. El acceso a la deuda no garantizada y la ausencia de dependencia de una única fuente de fondeo se consideran factores positivos para la evaluación de fondeo, liquidez y cobertura, al igual que el escalonamiento de los vencimientos de la deuda. Para las compañías de inversiones, los fondos de inversión y los administradores de inversiones con una mayor exposición de balance, Fitch también considera el perfil de vencimiento de la deuda de las fuentes de fondeo de la compañía en relación con sus vencimientos de activos y liquidez de activos. Para los administradores de inversiones, las compañías y fondos de inversión, los vencimientos significativos a corto plazo y/o vencimientos concentrados en un período de tiempo determinado pueden limitar la calificación.
Condiciones y Fuentes de Liquidez	Complementario	Fitch considera las fuentes de liquidez de los administradores de inversiones, incluidas las líneas comprometidas, la capacidad de generación de flujo de efectivo, el efectivo de los balances generales no comprometidos y las inversiones de balances generales. Con respecto a las fuentes de liquidez basadas en pasivos, Fitch tiene en cuenta las condiciones y plazos de las instalaciones, los acuerdos asociados y la calidad de los proveedores de fondeo. En el caso de los administradores de inversiones alternativas, Fitch revisa los niveles de liquidez en relación con los compromisos no financiados, con especial atención al efectivo de los balances generales y a los valores líquidos como porcentaje de los compromisos no financiados. Se aplican las mismas consideraciones, aunque en menor medida, para los administradores de inversiones que no utilizan de manera extensiva su propio balance general. Fitch espera que dichos administradores de inversiones tengan niveles razonables de liquidez basada en pasivos o efectivo para cubrir las pérdidas inesperadas, los vencimientos de deuda previstos, el pago de intereses y otras salidas de capital.
Razón de Pago de Dividendos	Complementario	Los administradores de inversiones tienden a distribuir una parte significativa de sus ganancias anualmente. Si bien Fitch cree que los administradores de inversiones disponen de la flexibilidad necesaria para ajustar las distribuciones según sea necesario, las restricciones de liquidez, a menudo se desarrollan en entornos económicos y de mercado más difíciles, cuando los flujos complementarios de ganancias tienden a ser relativamente bajos. Como resultado, una tasa de distribución elevada puede ser una limitación en la evaluación de fondeo, liquidez y cobertura.
Historial de Soporte a los Fondos	Complementario	Fitch evalúa el historial de la prestación de soporte financiero a los fondos, para lo que se considera tanto la frecuencia como la magnitud de dicho soporte. Junto con esta revisión, Fitch también intentará evaluar si el soporte previo creó una percepción entre los inversores de los fondos de que el soporte futuro de los fondos podría ser más probable. Niveles significativos de soporte futuro previsto pueden afectar de manera negativa la evaluación de fondeo, la liquidez y la cobertura de un emisor.
Riesgo de Amortización	Complementario (para Fondos de Inversión)	Para los fondos de inversión, Fitch analiza la estructura del período de <i>lock-up</i> inicial, los parámetros de amortización (frecuencia, período de aviso, importe, etc.) de los fondos a partir de entonces, así como cualquier salida en su evaluación de la administración de liquidez.

F - Fee Based
Fuente: Fitch Ratings.

Valores de Referencia de Fondo, Liquidez y Cobertura: Administradores de Inversiones

	aa y mayor	a	bbb	bb	b y menor
(F)EBITDA/Gastos por Intereses (x) ^a	x>18	12<x≤18	6<x≤12	3<x≤6	x≤3
(F)EBITDA/Gastos de Intereses (x) ^b	x>12	8<x≤12	4<x≤8	2<x≤4	x≤2
Cobertura de Dividendos Ascendentes e Ingresos por Intereses de un Año sobre el Gasto por Intereses de un Año de la Compañía Controladora (x) ^c	x>10	6<x≤10	3.5<x≤6.0	2.5<x≤3.5	x≤2.5
Cobertura de Dividendos Ascendentes e Ingresos por Intereses de un Año sobre los Gastos Operativos, Gastos por Intereses y Dividendos de Dos Años de la Compañía Controladora (x) ^{c,d}	x>1.0	x>1.0	x>1.0	x≤1.0	x≤1.0

^aPara administradores de inversiones con la mayoría de sus comisiones evaluadas en función del valor del activo neto. ^bPara administradores de inversiones con la mayoría de sus comisiones evaluadas en función del capital invertido o el capital comprometido. ^cPara compañías de inversiones. ^dPara las compañías de inversiones que son de propiedad privada y no han establecido políticas de dividendos, es probable que Fitch elimine los dividendos del *holding* del denominador de este indicador. F - Fee Based
Fuente: Fitch Ratings.

Métricas de Fondo, Liquidez y Cobertura: Administradores de Inversiones

Administradores de inversiones	Fundamental Contra Complementario
(F)EBITDA/Gastos por Intereses	Fundamental
(Efectivo + Activos Líquidos)/ Activos Totales	Complementario
(Efectivo + Activos Líquidos)/Deuda	Complementario
(Efectivo + Activos Líquidos + Coinversiones)/Deuda	Complementario
Activos Líquidos/Compromisos de Fondos	Complementario
Dividendos/Ganancias en Efectivo	Complementario
Deuda de Corto Plazo/Deuda Total	Complementario
Compañías de Inversiones	Fundamental Contra Complementario
Cobertura de Dividendos Ascendentes e Ingresos por Intereses de un Año sobre el Gasto por Intereses de un Año de la Compañía Controladora	Fundamental
Cobertura de Dividendos Ascendentes e Ingresos por Intereses de un Año sobre los Gastos Operativos, Gastos de Intereses y Dividendos de Dos Años de la Compañía Controladora	Fundamental
Deuda de Corto Plazo/Deuda Total	Complementario
Fondos de Inversión	Fundamental Contra Complementario
(Efectivo + Activos No Gravados)/Deuda No Garantizada	Fundamental
Total de Activos No Líquidos/Valor Neto del Activo	Complementario
Deuda de Corto Plazo/Deuda Total	Complementario

F - Fee Based
Fuente: Fitch Ratings.

Perfil Financiero: Administradores de Inversiones

	aaa	aa	a	bbb	bb	b	ccc y menores
Desempeño de los Activos	Historial excepcionalmente sólido de entradas/estabilidad de (F)AUM durante los ciclos del mercado. Desempeño excepcional frente a los valores de referencia o el desempeño de los fondos del cuartil superior en todas las estrategias. Las comisiones y las estructuras de incentivos están significativamente por encima de los estándares de la industria. Los riesgos de concentración (industria, cosecha e inversores) son muy bajos o están efectivamente mitigados.	Historial muy sólido de entradas/estabilidad de (F)AUM durante los ciclos del mercado. Desempeño superior constante frente a los valores de referencia o desempeño de los fondos del cuartil superior en todas las estrategias. Las comisiones y las estructuras de incentivos están muy por encima de los estándares de la industria. Los riesgos de concentración (industria, cosecha e inversores) son bajos o están efectivamente mitigados.	Historial sólido de entradas/estabilidad de (F)AUM durante los ciclos del mercado, aunque los flujos pueden volverse negativos en períodos de estrés extremo del mercado. El desempeño de la inversión o el fondo cumple o supera en gran medida al valor de referencia; sin embargo, algunas estrategias o fondos pueden tener bajo desempeño tras los períodos de estrés del mercado. Las comisiones y las estructuras de incentivos están por encima de los estándares de la industria. Los riesgos de concentración (industria, cosecha e inversores) pueden ser modestos.	Las entradas/estabilidad de (F)AUM pueden verse más afectadas por las condiciones o tendencias del mercado. Desempeño de la inversión o los fondos sólido, pero con frecuencia pueden tener bajo desempeño o rezagarse en función del valor de referencia. Comisiones y estructuras de incentivos alineados en gran medida con los estándares de la industria. Los riesgos de concentración (industria, cosecha e inversores) son moderados.	Los flujos de (F)AUM pueden verse afectados significativamente por las condiciones o tendencias del mercado. El desempeño de la inversión o los fondos puede ser extremadamente sensible a las condiciones del mercado. Las comisiones y las estructuras de incentivos están por debajo de los estándares de la industria. Los riesgos de concentración (industria, cosecha e inversores) son significativos.	Los flujos de (F)AUM pueden permanecer negativos después de un estrés extremo en el mercado debido a la concentración en el tipo de producto o fondo. Desempeño de fondos o inversiones persistentemente débil. Las comisiones y las estructuras de incentivos están muy por debajo de los estándares de la industria. Los riesgos de concentración (industria, cosecha e inversores) son significativos.	Los flujos de (F)AUM son altamente volátiles debido a la concentración significativa en los fondos o clases de activos. Desempeño de fondos o inversiones muy débiles. Las comisiones y las estructuras de incentivos están muy por debajo de los estándares de la industria.
Ganancias y Rentabilidad	Las ganancias y la rentabilidad son altamente predecibles a través de los ciclos económicos y/o de tasas de interés. Dependencia limitada de los ingresos transaccionales. Estructura de costos muy variable. Rendimientos superiores en relación con los de los pares.	Las ganancias y la rentabilidad son muy predecibles a través de múltiples ciclos económicos y/o de tasas de interés. Dependencia limitada de los ingresos transaccionales. Estructura de costos muy variable. Rendimientos fuertes en relación con los de los pares.	Las ganancias y la rentabilidad son moderadamente variables a través de los ciclos económicos y/o de tasas de interés. Dependencia moderada de los ingresos transaccionales. Estructura de costos muy variable. Rendimientos sólidos en relación con los de los pares.	Las ganancias y la rentabilidad pueden ser variables a través de los ciclos económicos y/o de tasas de interés. Dependencia moderada de los ingresos transaccionales. Estructura de costos muy variable. Rendimientos adecuados en relación con los de los pares.	Las ganancias y la rentabilidad pueden ser altamente variables a través de los ciclos económicos y/o de tasas de interés. Dependencia moderada de los ingresos transaccionales. Estructura de costos es menos variable que en compañías similares. Rendimientos por debajo del promedio en relación con los de los pares.	Las ganancias y la rentabilidad son volátiles y están altamente correlacionadas con los ciclos económicos y/o de tasas de interés. Gran dependencia de los ingresos transaccionales. La estructura de costos es, en gran medida, fija. Rendimientos débiles en relación con los de los pares.	Puede ser estructuralmente no rentable ya sea en términos de lo reportado o de operación. El retorno al punto de equilibrio o una rentabilidad sostenible son sumamente inciertos.

F – Fee earning. AUM – Activos bajo administración; *assets under management*. Continúa en siguiente página.
Fuente: Fitch Ratings.

Perfil Financiero: Administradores de Inversiones (Continuación)

	aaa	aa	a	bbb	bb	b	ccc y menores
Capitalización y Apalancamiento	La capitalización y el apalancamiento son extremadamente fuertes y proporcionales al riesgo de los balances generales o a la variabilidad de las ganancias. Los objetivos de apalancamiento incorporan la capacidad de resistir <i>shocks</i> severos del valor de mercado.	La capitalización y el apalancamiento son fuertes y proporcionales al riesgo de los balances generales o a la variabilidad de las ganancias. Los objetivos de apalancamiento incorporan la capacidad de resistir <i>shocks</i> significativos del valor de mercado y de calidad de activos.	Los niveles de capitalización y apalancamiento son ampliamente proporcionales al riesgo de los balances generales o a la variabilidad de las ganancias. Los niveles de apalancamiento pueden ser relativamente más volátiles, pero probablemente afectados solo moderadamente por <i>shocks</i> severos del valor de mercado y de calidad de activos.	Es posible que los niveles de capitalización y apalancamiento no sean totalmente proporcionales al riesgo de los balances generales o a la variabilidad de las ganancias. Los niveles de apalancamiento pueden ser más vulnerables a <i>shocks</i> severos del valor de mercado y de calidad de activos.	La capitalización y el apalancamiento no son totalmente proporcionales al riesgo de los balances generales ni a la variabilidad de las ganancias. El apalancamiento está por encima del de los pares, pero debe ser capaz de soportar los <i>shocks</i> del valor de mercado y de calidad de activos.	La capitalización y el apalancamiento no son proporcionales al riesgo de los balances generales ni a la variabilidad de las ganancias. Los niveles de apalancamiento pueden estar muy por encima de los de las instituciones similares y ser altamente vulnerables incluso a <i>shocks</i> del valor de mercado y de calidad de activos.	La capitalización y el apalancamiento tienen deficiencias claras que ya han requerido o pueden requerir de inyecciones de capital.
Fondeo, Liquidez y Cobertura	El fondeo y la liquidez son excepcionalmente estables. Dependencia mínima de fondeo mayorista. El fondeo no es sensible a la confianza. Las fuentes de fondeo y los vencimientos son muy diversos. El fondeo no tiene garantía. Se implementan planes de fondeo de contingencia extremadamente sólidos.	El fondeo y la liquidez son muy estables. Dependencia mínima de fondeo de corto plazo. El fondeo mayorista es principalmente de largo plazo con un apetito de inversionistas establecido. El fondeo es relativamente menos sensible a la confianza. Las fuentes de fondeo y los vencimientos son muy diversos. El fondeo no tiene garantía. Se implementan planes de fondeo de contingencia muy sólidos.	El fondeo y la liquidez son estables. El fondeo mayorista es principalmente de largo plazo. El fondeo puede ser moderadamente sensible a la confianza. Las fuentes de fondeo y los vencimientos son relativamente diversas. El fondeo, en su mayoría, no tiene garantía. Se implementan planes de fondeo de contingencia sólidos.	El fondeo y la liquidez son generalmente estables, aunque puede haber concentraciones de fondeo moderadas o dependencia de fuentes de fondeo mayorista menos estables. El fondeo es sensible a la confianza y la liquidez se puede volver más cara o menos estable durante períodos de estrés. Las fuentes de fondeo o los vencimientos son moderadamente diversas. Componente significativo de fondeo sin garantía. Se implementan planes de contingencia de razonables.	El fondeo y la liquidez son generalmente estables, aunque puede haber concentraciones de fondeo o dependencia significativa de fuentes mayoristas de fondeo menos estables. El acceso al fondeo puede ser incierto durante los períodos de estrés del mercado. Las fuentes de fondeo o los vencimientos son relativamente limitadas. Ausencia de un componente de fondeo sin garantía. Es posible que los planes de fondeo de contingencia no sean suficientes.	El fondeo y la liquidez son menos estables y más propensos a cambios repentinos en la opinión de los acreedores. El acceso a fondeo durante períodos de estrés de mercado es muy incierto. Las fuentes de fondeo son muy limitadas. Ausencia de un componente de financiamiento sin garantía. Se presentan concentraciones de vencimiento a corto plazo. Es posible que los planes de fondeo de contingencia no estén bien desarrollados.	El fondeo y la liquidez son inestables. Falta de un componente de fondeo sin garantía. Se presentan importantes concentraciones de vencimiento a corto plazo. Los planes de fondeo de contingencia no existen.

Fuente: Fitch Ratings.

II.5.c Compañías de Desarrollo de Negocios

La evaluación de Fitch del perfil financiero para las BDC considera los siguientes subfactores:

- calidad de activos;
- ganancias y rentabilidad;
- capitalización y apalancamiento;
- fondeo, liquidez y cobertura.

Definiciones de Ganancias de BDC

Ingresos por Intereses
(+) Ingresos por Dividendos
(+) Comisiones de Transacciones y Asesoría
(-) Comisiones de Incentivos y Administración Básica
(-) Gastos por Intereses
(-) Gastos Operativos
(=) Ingresos Netos de Inversión antes de Impuestos
(+) Ganancias Realizadas
(-) Pérdidas Realizadas
(=) Ingresos Gravables (aprox.)

Fuente: Fitch Ratings.

Calidad de Activos: Compañías de Desarrollo de Negocios

Atributo	Fundamental Contra Complementario	Descripción
Ganancias Netas Realizadas/ Portafolio Promedio, al Valor	Fundamental	En el caso de las BDC, Fitch evalúa la calidad de activos, principalmente, mediante el uso de las ganancias netas realizadas como porcentaje del valor promedio del portafolio como un indicador aproximado de los castigos netos. La generación de pérdidas de portafolio netas acumuladas significativas durante un ciclo puede ser un indicador de una originación débil, particularmente si el desempeño es significativamente más débil que el de sus pares. Aun así, las pérdidas realizadas también se pueden generar debido a estrategias de optimización del portafolio, en las que se venden valores de menor desempeño, de modo que las ganancias se puedan reinvertir en activos de mayor rentabilidad. En todos los casos, Fitch intenta comprender el origen de las pérdidas realizadas.
Depreciación del Portafolio no Realizada	Complementario	Las tendencias en la depreciación no realizada del portafolio pueden servir como una señal de alerta temprana de posibles problemas de calidad de activos, ya que las BDC deben incorporar el perfil de crédito del prestatario subyacente a las decisiones de valuación trimestrales. Las tendencias relativas también pueden proporcionar información sobre la fortaleza de los procesos de valuación o evaluación de riesgos de una BDC. Por ejemplo, un aumento de la depreciación del portafolio que contradice las tendencias de los pares y el entorno crediticio actual en ese momento puede indicar un débil nivel de originación o procedimientos de valuación erróneos. Un aumento de los cupones de interés no relacionados con el efectivo (también conocidos como pago en especie [PIK; siglas en inglés]) también puede indicar un crédito más débil del portafolio subyacente, ya que las compañías del portafolio pueden tener flujos de efectivo insuficientes para atender sus pagos de intereses y la capitalización de los pagos de cupones puede ser precursora de castigos eventuales.
Concentraciones del Portafolio	Complementario	Industria: Ciertas concentraciones de la industria pueden estar respaldadas por un historial satisfactorio y experiencia interna, pero Fitch cree que las concentraciones sobredimensionadas podrían aumentar las correlaciones en el desempeño del portafolio de la compañía, lo que podría influir negativamente en la evaluación de la calidad de activos de Fitch. Emisor: Fitch evalúa las inversiones más grandes del portafolio, a su valor razonable, como un porcentaje de los activos y el capital para medir la sensibilidad de una BDC a disminuciones de valuación en las inversiones individuales. Fitch también tiene en cuenta la magnitud de la exposición a los valores de renta variable, que puede experimentar movimientos de valuación más volátiles. Muchas BDC invierten en fondos de préstamos diversificados o en compañías de portafolio que son prestamistas grandes y diversificados. Esta diversificación subyacente puede reducir la sensibilidad de la inversión a los movimientos de valuación, aunque esto puede verse contrarrestado por la subordinación de la inversión en la BDC, que suele ser una participación mayoritaria en el capital. Las concentraciones excesivas pueden influir negativamente en la evaluación de la calidad de activos de Fitch. Cosecha: Para las concentraciones de cosecha, Fitch considera el entorno de originación. Una cantidad significativa de actividad de originación en condiciones de mercado muy competitivas podría generar problemas de calidad de activos en el futuro, lo que influye negativamente en la evaluación de la calidad de activos de Fitch. Fitch toma en consideración las estadísticas subyacentes de las compañías del portafolio, incluidos el apalancamiento, la cobertura de los intereses y el EBITDA promedio, para evaluar la posibilidad de un debilitamiento de la calidad de activos en un entorno de estrés.

Fuente: Fitch Ratings.

Valores de Referencia de Calidad de Activos: Compañías de Desarrollo de Negocios

	aa y mayor	a	bbb	bb	b y menor
Ganancias Netas Realizadas/Portafolio Promedio, al Valor (%)	x>5	2≥x>5	(3)≥x>2	(3)≥x>(6)	x≤(6)

Fuente: Fitch Ratings.

Métricas de Calidad de Activos: Compañías de Desarrollo de Negocios

Métrica	Fundamental contra Complementario
Ganancias netas realizadas/Portafolio promedio, al valor	Fundamental
No devengadas/Portafolio, al costo	Complementario
No devengadas/Portafolio, al valor	Complementario
Revalorización no realizada neta (depreciación)/Portafolio Inicial, Valor Razonable	Complementario
Diez inversiones principales del portafolio/Capital	Complementario

Fuente: Fitch Ratings.

Ganancias y Rentabilidad: Compañías de Desarrollo de Negocios

Atributo	Fundamental Contra Complementario	Descripción
Ingresos de Inversión Netos/Portafolio Promedio, al Costo	Fundamental	Las ganancias y la rentabilidad tienden a ser un factor de influencia más bajo para las BDC, dado que son principalmente prestamistas más seguros, que buscan el rendimiento del principal con un rendimiento ajustado al riesgo adecuado. En este contexto, los rendimientos altos de las inversiones pueden ser tan preocupantes como los rendimientos de las inversiones que son bajos (o negativos), ya que los primeros podrían indicar un aumento del perfil de riesgo, mientras que los segundos podrían indicar una debilidad del poder de suscripción o fijación de precios.
Mezcla de Ganancias	Complementario	Fitch ve favorablemente los perfiles de ganancias compuestos, principalmente, por ingresos de intereses debido a la estabilidad relativa de este flujo de ingresos. Fitch considera de forma negativa las contribuciones desproporcionadas de las comisiones transaccionales, derivadas del volumen de pago o de la generación, o de los rendimientos de capital más episódicos, ya que estas fuentes de ingresos probablemente sean más volátiles con el tiempo o proporcionen la motivación errónea para el crecimiento. Por ejemplo, una BDC puede estar inclinada a seguir originando inversiones en un entorno de crédito competitivo si se necesitan ingresos por comisiones para cumplir los pagos de dividendos.
Ganancias/ Pérdidas Realizadas y No Realizadas	Complementario	Al considerar las ganancias y pérdidas no realizadas derivadas del requisito GAAP de valorar la cartera a un valor razonable cada trimestre, Fitch se centra en lo que dio lugar a los cambios y a la probabilidad de que estos se produzcan. En términos generales, Fitch espera que las ganancias y pérdidas netas realizadas de la cartera sean relativamente modestas con el tiempo, especialmente si los estándares de suscripción son prudentes y la exposición a las inversiones de capital es mínima. Sin embargo, dado que las BDC no pueden crear reservas para pérdidas de préstamos, es realista suponer que una BDC tendrá pérdidas crediticias realizadas periódicamente. Por lo tanto, Fitch evalúa el desempeño neto de las pérdidas realizadas de una compañía a lo largo del tiempo y en términos relativos para obtener información sobre la solidez de sus estándares de suscripción.
Estructura de Costos	Complementario	La estructura de costos de una BDC se analiza para determinar el grado de flexibilidad que se proporciona cuando las condiciones del mercado son menos favorables. Respecto a esto, Fitch evalúa qué cantidad de la base de costos es variable. Fitch también tiene en cuenta la estructura del contrato de gestión en el caso de compañías administradas externamente y considera que los requisitos de retorno totales son más favorables. Una revisión de los gastos de una BDC como porcentaje del portafolio al costo proporciona información sobre la escalabilidad de la plataforma y su idoneidad en relación con el modelo de negocio y la estrategia. Si los indicadores de gastos son altos, podría ser un indicador de que la BDC tiene una importante carga de costos fijos. Por el contrario, si los indicadores de gastos son demasiado bajos, podrían indicar una falta de infraestructura suficiente para gestionar la cartera.

Fuente: Fitch Ratings.

Valores de Referencia de Ganancias y Rentabilidad: Compañías de Desarrollo de Negocios

	aa y mayor	a	bbb	bb	b y menor
Ingresos de inversión netos/Portafolio promedio, al costo (%)	5 < x ≤ 10	5 < x ≤ 10	5 < x ≤ 10	x ≤ 5 o x > 10	x ≤ 5 o x > 10

Fuente: Fitch Ratings.

Métricas de Ganancias y Rentabilidad: Compañías de Desarrollo de Negocios

Métrica	Fundamental Contra Complementario
Ingresos de inversión netos/Portafolio promedio, al costo	Fundamental
Ingresos de inversión/Portafolio promedio, al costo	Complementario
Gastos no relacionados con intereses ni incentivos/Portafolio promedio, al costo	Complementario
Compensación/Portafolio promedio, al costo	Complementario
Ingresos netos/Activos promedio	Complementario

Fuente: Fitch Ratings.

Capitalización y Apalancamiento: Compañías de Desarrollo de Negocios

Atributo	Fundamental Contra Complementario	Descripción
Colchón de Cobertura de Activos	Fundamental	La Ley 40 exige que las BDC mantengan una cobertura de activos de 200%, lo que básicamente limita la deuda a capital a 1.0x. Sin embargo, la sanción de la ley "Small Business Credit Availability" (Ley de Disponibilidad de Crédito para Pequeñas Compañías) en marzo de 2018 permite a las BDC reducir los requisitos de cobertura de activos a 150%, sujeto a la aprobación del consejo de administración o los accionistas, lo que esencialmente limita el indicador de deuda a capital a 2.0x. Un incumplimiento del límite relevante impide que la compañía incurra en una deuda adicional o que pague dividendos que, a menudo, resultan en incumplimientos de los <i>covenants</i> o acuerdos estipulados en las líneas de crédito de la BDC. Un colchón de cobertura de activos de la BDC es una función del objetivo de apalancamiento de la compañía y se evalúa en el contexto de la construcción del portafolio y del entorno del mercado. Una BDC debe contar con un colchón adecuado en relación con la limitación elegida que justifique la posible variabilidad en la valuación del portafolio de manera trimestral. Fitch cree que el colchón debería aumentar cuando el portafolio de inversiones de una BDC esté más ponderada a las partes bajas de la estructura de capital del prestatario. Por ejemplo, se espera que una BDC con una exposición extraordinaria a inversiones de capital o de deuda subordinada tenga un objetivo de apalancamiento menor (y, por tanto, un colchón de cobertura de activos más alto) que una BDC enfocada en inversiones en deuda sénior con garantía, mientras todo lo demás permanece igual. Dado que la Ley o Acta 40 permite la exclusión de préstamos de la Administración de Compañías Pequeñas (SBA; siglas en inglés) del cálculo de cumplimiento de la cobertura de activos, Fitch excluye de manera similar dichos préstamos del cálculo de colchón de cobertura de activos.
Deuda/Capital Tangible	Complementario	El colchón de cobertura de activos y el indicador de apalancamiento de una BDC están interrelacionados. Fitch considera un objetivo de apalancamiento de la BDC en términos absolutos, pero también en relación con la construcción de portafolio y las condiciones del mercado. El objetivo de apalancamiento debe proporcionar un colchón adecuado en relación con el límite de cobertura de activos elegido que justifique la posible variabilidad de la valuación del portafolio de manera trimestral. Fitch esperaría que una BDC opere por debajo de su objetivo de apalancamiento si la construcción del portafolio es más arriesgada que sus objetivos establecidos. Fitch incluye préstamos de SBA en su cálculo de deuda/capital tangible.
Adhesión a Política de Apalancamiento	Complementario	La mayoría de las BDC articulan un objetivo o rango de apalancamiento al que se espera que se adhieran durante el curso normal de las operaciones de la compañía. En estos casos, Fitch evalúa el apalancamiento histórico de la BDC en relación con el objetivo. Los incumplimientos frecuentes o sostenidos del objetivo de apalancamiento (sin un cambio material en la combinación del portafolio) o los cambios periódicos en la estrategia articulada podrían afectar negativamente la evaluación de capitalización y apalancamiento de Fitch. Por el contrario, la adhesión estricta al objetivo, incluidas las instancias de desapalancar activamente con el fin de mantener el cumplimiento, podría incidir positivamente la evaluación de capitalización y apalancamiento de Fitch.

Fuente: Fitch Ratings.

Valores de Referencia de Capitalización y Apalancamiento: Compañías de Desarrollo de Negocios

	aa y mayor	a	bbb	bb	b y menor
Colchón de cobertura de activos	x > 60%	33% < x ≤ 60%	11% < x ≤ 33%	0% < x ≤ 11%	x = 0%
Apalancamiento implícito por el colchón de cobertura de activos					
Deuda/Capital tangible (x) con un requisito de cobertura de activos de 200%	x < 0.25	0.25 ≤ x < 0.50	0.50 ≤ x < 0.80	0.80 ≤ x < 1.00	x ≥ 1.00
Deuda/Capital tangible (x) con un requisito de cobertura de activos de 150%	x < 0.36	0.36 ≤ x < 0.80	0.80 ≤ x < 1.45	1.45 ≤ x < 2.00	x ≥ 2.00

Notas: Una BDC puede optar por reducir su requisito de cobertura de activos a 150%, pero mantener un objetivo de apalancamiento igual o inferior a 1.0x, para aumentar su colchón de cobertura de activos sin aumentar su perfil de apalancamiento. Aunque Fitch consideraría un escenario de este tipo como incrementalmente positivo, la evaluación de capitalización y apalancamiento de Fitch podría ser menor que la implícita por el valor de referencia, dependiendo del perfil de riesgo del portafolio, el historial de crédito de la BDC y su capacidad para administrar de manera consistente la combinación de carteras y apalancamiento en los objetivos establecidos.

Fuente: Fitch Ratings.

Métricas de Capitalización y Apalancamiento: Compañías de Desarrollo de Negocios

Métrica	Fundamental	Contra	Complementario
(Activos totales - Pasivos totales sin incluir deuda regulatoria ^a - Deuda regulatoria x Requisito de cobertura de activos)/(Activos totales - Pasivos totales sin incluir deuda regulatoria)	Fundamental		
Deuda/Capital Tangible		Complementario	
(Activos totales - Pasivos totales sin incluir la deuda regulatoria ^a)/Deuda regulatoria	Complementario		
(Pasivos que devengan intereses)/Portafolio, al valor		Complementario	

^aUna deuda regulatoria se define como deuda corporativa a plazo; se excluyen los préstamos de administración de compañías pequeñas.
Fuente: Fitch Ratings.

Fondeo, Liquidez y Cobertura: Compañías de Desarrollo de Negocios

Atributo	Fundamental Contra Complementario	Descripción
Deuda sin Garantía/ Deuda Total	Fundamental	Fitch considera la mezcla de fondeo con y sin garantía en la estructura de capital de una BDC y considera que un componente significativo de fondeo sin garantía es positivo, dado que provee a la BDC la flexibilidad necesaria para agregar garantías en caso de una disrupción significativa en los mercados de capital. Las BDC comúnmente tienen líneas de crédito revolventes bancarias con gravámenes generales sobre todos los activos de inversión, lo que técnicamente no provee un conjunto de activos no comprometidos para acreedores sin garantía. Sin embargo, las BDC generalmente pueden emitir deuda a plazo garantizada, que comparte el gravamen de las líneas revolventes, si el acceso económico a fondeo sin garantía no está disponible.
Diversificación de Fondeo	Complementario	Una BDC con un conjunto diverso de fuentes de fondeo disponibles, que podrían consistir en facilidades de crédito revolventes, vehículos para fines especiales, bursatilizaciones, financiamiento de SBA, colocaciones privadas, capital y pagarés públicos, sería más favorable. Fitch tiende a ver los compromisos de un grupo diverso de bancos más favorablemente que las relaciones de fondeadores concentrados o únicos, ya que las condiciones cambiantes de cualquier institución financiera podrían dar lugar a una reducción de los préstamos para la industria y a una cancelación del compromiso existente en el momento del vencimiento o antes si es que es factible.
Liquidez	Complementario	La liquidez se evalúa en función del efectivo no restringido del balance general, la capacidad de préstamos no dispuesta en líneas revolventes, la generación de efectivo del portafolio y la cobertura de ganancias en efectivo de los pago de dividendos. Fitch espera que una BDC tenga suficiente efectivo disponible y capacidad no utilizada en sus líneas de crédito para, como mínimo, realizar inversiones de seguimiento en las compañías del portafolio, según sea necesario, y cumplir con los vencimientos de deuda de corto plazo. Sin embargo, las BDC que mantienen la capacidad de endeudamiento (y apalancamiento) para aprovechar las oportunidades de mercado atractivas a medida que surgen, se ven de manera más favorable. Los vencimientos significativos a corto plazo y/o los vencimientos concentrados en un período de tiempo determinado pueden limitar la calificación.
Cobertura de Ingresos por Intereses Netos sobre Dividendos	Complementario	Las BDC que decidan considerarse como compañías de inversión reguladas para efectos fiscales deben distribuir 90% de sus ingresos tributables anualmente a los accionistas. Como resultado, Fitch espera que el ingreso neto por interés (NII; <i>net interest income</i>) financie la mayoría de los dividendos a lo largo del tiempo. Para el cálculo de la cobertura de dividendos, Fitch ajusta el NII por ingresos y gastos no monetarios para calzarlos ingresos en efectivo con los pagos de dividendos. Los ingresos no monetarios suelen tener la forma de interés PIK, que se

capitalizan al monto del principal del préstamo. El interés PIK se incluye en los ingresos gravables y, por lo tanto, está sujeto a distribución, pero nunca se podrá cobrar en efectivo si la inversión se reestructura o se cancela. Fitch considera negativa una exposición significativa de una BDC a las ganancias de PIK, dada la mayor desconexión entre los ingresos en efectivo y los ingresos gravables.

Cuando se realizan las ganancias en el portafolio, Fitch lo considera de manera más favorable cuando dichas ganancias se distribuyen como un dividendo especial o se transfieren al próximo año fiscal como ingresos indirectos, que Fitch considera que proporcionan más estabilidad al dividendo a lo largo del tiempo. Aumentar los dividendos trimestrales regulares debido a la generación de ganancias realizadas es probable que ejerza presión sobre la cobertura de dividendos en el futuro, ya que estas ganancias son, por lo general, episódicas. Las ganancias realizadas también se pueden utilizar para cubrir el déficit de dividendos de NII, especialmente cuando las inversiones en deuda de bajo desempeño se han reestructurado en el capital.

Fitch cree que una disminución de la cobertura de NII en efectivo de los dividendos por debajo de 100 % durante un período prolongado debería cubrirse con una reducción de los dividendos. Cualquier indicio de que la BDC esté pidiendo prestado o recaudando capital patrimonial para financiar su distribución se vería de manera negativa.

Fuente: Fitch Ratings.

Valores de Referencia de Fondo, Liquidez y Cobertura: Compañías de Desarrollo de Negocios

	aa y mayor	a	bbb	bb	b y menor
Deuda sin garantía/Deuda total (%)	x > 90	50 < x ≤ 90	35 < x ≤ 50	x ≤ 35	x = 0

Fuente: Fitch Ratings.

Métricas de Fondo, Liquidez y Cobertura: Compañías de Desarrollo de Negocios

Métrica	Fundamental Contra Complementario
Deuda sin garantía/Deuda total	Fundamental
EBITDA/Gastos por intereses	Complementario
(Ingresos netos por inversión - Ganancias no relacionadas con efectivo + Gastos no relacionados con efectivo)/Dividendos declarados	Complementario
Ingresos netos de inversión en efectivo/Dividendos declarados	Complementario
Ingresos/Intereses no relacionados con el efectivo e ingresos de dividendos	Complementario
Deuda de Corto Plazo/Deuda Total	Complementario

Fuente: Fitch Ratings.

Perfil Financiero: Compañías de Desarrollo de Negocios

	aaa	aa	a	bbb	bb	b	ccc y menores
Calidad de Activos	Tiene un grado incomparable de estabilidad, como lo reflejan los niveles bajos de pérdidas mínimas o no devengadas a través de los ciclos económicos y/o de tasas de interés. Las métricas de calidad de activos son consistentemente mejores que las de instituciones comparables. Los riesgos de concentración son muy bajos o efectivamente mitigados. Generación de ganancias netas acumuladas del	Tiene un grado muy alto de estabilidad, como lo refleja en los niveles bajos de pérdidas bajas o no devengadas a través de múltiples ciclos económicos y/o de tasas de interés. Las métricas de calidad de activos son mejores que las de instituciones comparables. Los riesgos de concentración son bajos o efectivamente mitigados. Ausencia de pérdidas netas acumuladas del portafolio realizadas durante un ciclo.	Tiene un alto grado de estabilidad, como puede reflejarse en los niveles modestos de pérdidas o no devengadas. La calidad de activos es moderadamente variada a través de los ciclos económicos o de tasas de interés. Es probable que las métricas de calidad de activos sean modestamente mejores que las de instituciones pares o menos	Tiene un grado de estabilidad, reflejado en los niveles promedio de pérdidas o no devengadas. Es probable que las métricas de calidad de activos fluctúen a través de los ciclos económicos y/o de tasas de interés. Las métricas de calidad de activos están generalmente de acuerdo con los promedios generales de la industria. Las	Tiene niveles por encima del promedio de pérdidas y activos no devengados. Las métricas de calidad de activos tienden a ser más volátiles frente a cambios en los ciclos económicos y/o de tasa de interés y, por lo general, peores o más vulnerables que los promedios amplios de la industria. Las concentraciones de la cartera son	Tiene niveles de significativamente por encima del promedio de pérdidas y no devengados. Las métricas de calidad de activos tienden a ser muy volátiles, basadas en cambios en los ciclos económicos y/o de tasa de interés y significativamente peores o más vulnerables que los promedios amplios de la industria. Las concentraciones de la cartera son muy elevadas. Puede tener	Tiene o probablemente tenga métricas de calidad de activos considerablemente más débiles que las de los valores de referencia de la industria o normas históricas.

	portafolio realizadas durante un ciclo.		vulnerables a los ciclos económicos y/o de tasas de interés. Las concentraciones de la cartera son modestas. Puede tener pérdidas netas acumuladas mínimas del portafolio realizadas durante un ciclo.	concentraciones de la cartera son moderadas. Pueden tener pérdidas netas acumuladas moderadas del portafolio realizadas durante un ciclo.	elevadas. Puede tener pérdidas netas acumuladas significativas del portafolio realizadas durante un ciclo o falta de desempeño durante un ciclo.	pérdidas netas acumuladas significativas de la cartera realizadas durante un ciclo o un historial de desempeño limitado.	
Ganancias y Rentabilidad	Las ganancias y la rentabilidad son altamente predecibles a través de los ciclos económicos y/o de tasas de interés. Dependencia limitada sobre ingreso transaccional. Estructura de costos altamente variable. Las métricas de rentabilidad son consistentemente proporcionales a la naturaleza de aversión al riesgo.	Las ganancias y la rentabilidad son muy predecibles a los múltiples ciclos económicos y/o de tasas de interés. Dependencia limitada sobre ingreso transaccional. Estructura de costos altamente variable. Las métricas de rentabilidad son proporcionales a un riesgo muy bajo, pero pueden variar modestamente, aunque permanecen generalmente superiores a instituciones comparables.	Las ganancias y la rentabilidad son moderadamente variables a través de los ciclos económicos y/o de tasas de interés. Dependencia modesta sobre ingreso transaccional. Estructura de costos altamente variable. Las métricas de rentabilidad son proporcionales a un riesgo bajo, aunque sujetas a variabilidad. La rentabilidad es generalmente mejor que los promedios de la industria.	Las ganancias y la rentabilidad pueden ser variables a través de los ciclos económicos y/o de tasas de interés. Dependencia modesta sobre ingresos transaccionales. Estructura de costos altamente variable. Las métricas de rentabilidad reflejan riesgo inherente o un ambiente sumamente competitivo y sujetas a una variabilidad mayor. La rentabilidad es acorde con relación con los promedios de la industria.	Las ganancias y la rentabilidad pueden ser altamente variables a través de los ciclos económicos y/o de tasas de interés. Dependencia moderada sobre ingresos transaccionales. La estructura de costos es menos variable que en compañías similares. Las métricas de rentabilidad pueden no reflejar completamente el riesgo inherente y están sujetas a variabilidad. La rentabilidad está muy por debajo del promedio en relación con los promedios de la industria general.	Las ganancias y la rentabilidad son volátiles y están altamente correlacionadas a los ciclos económicos y/o de tasas de interés. Alta dependencia sobre ingresos transaccionales. La estructura de costos es, en gran medida, fija. Las métricas de rentabilidad pueden no reflejar completamente el riesgo inherente y están sujetas a variabilidad. La rentabilidad está muy por debajo del promedio con relación con los promedios de la industria general.	Puede ser estructuralmente no rentable ya sea en términos de lo reportado o de operación. Regresar al punto de equilibrio o una rentabilidad sostenible es altamente incierto.

Capitalización y Apalancamiento	La capitalización es extremadamente fuerte y acorde con el riesgo. El colchón de cobertura de activos se mantiene con holgura muy significativa respecto a los mínimos regulatorios y a los de instituciones pares.	La capitalización es muy fuerte y acorde con el riesgo. El colchón de cobertura de activos se mantiene con holgura amplia en comparación con los mínimos regulatorios y de instituciones pares.	Los niveles de capitalización son fuertes y acordes al riesgo. El colchón de cobertura de activos se mantiene con holgura sólida en comparación con los mínimos regulatorios y generalmente por encima de de instituciones pares.	Los niveles de capital son ampliamente proporcionales al riesgo. El colchón de cobertura de activos se mantiene con holgura satisfactoria en comparación con los mínimos regulatorios y generalmente son acordes con los de instituciones pares.	Los niveles de capital pueden no ser completamente proporcionales al riesgo. El colchón de cobertura de activos se mantiene con holgura moderada en comparación con los mínimos regulatorios y puede estar por debajo de las instituciones pares.	Los niveles de capital no son proporcionales al riesgo. El colchón de cobertura de activos es bajo y la holgura comparada con los mínimos regulatorios es pequeña.	La capitalización y el apalancamiento tienen deficiencias claras que ya han requerido o pueden requerir de inyecciones de capital.
--	---	---	---	--	---	--	--

Continúa en la siguiente página.
Fuente: Fitch Ratings.

Perfil Financiero: Compañías de Desarrollo de Negocios (continuación)

	aaa	aa	a	Bbb	bb	b	ccc y menores
Fondeo, Liquidez y Cobertura	El fondeo y liquidez son excepcionalmente estables. Dependencia mínima de fondeo mayorista. El fondeo no es sensible a la confianza. Las fuentes de fondeo y los vecimientos son muy diversos. El financiamiento no tiene garantía. La duración del financiamiento supera de forma significativa el vencimiento promedio de los activos del portafolio. Acceso demostrado a mercados de capital a través de los ciclos. Ausencia de ingresos no monetarios. Los ingresos netos de inversión en efectivo superan significativamente los pagos de dividendos. Se implementan planes de fondeo de contingencia	El fondeo y liquidez son muy estables. Dependencia mínima de fondeo de corto plazo. El fondeo mayorista es principalmente de largo plazo con un apetito de inversionistas establecido. Las fuentes de fondeo y los vecimientos son muy diversos. El fondeo es predominantemente sin garantía. La duración del fondeo excede el vencimiento promedio de los activos del portafolio. Acceso demostrado a mercados de capital a través de los ciclos. Ingreso no monetarios mínimos. Los ingresos netos de inversión en efectivo exceden considerablemente los pagos de dividendos. Se implementan planes de fondeo de contingencia muy robustos.	El fondeo y liquidez son estables. El fondeo mayorista es principalmente de largo plazo. El fondeo puede ser moderadamente sensible a la confianza. Las fuentes y los vecimientos de fondeo son relativamente diversos. El fondeo, en su mayoría, no tiene garant. La duración del fondeo es proporcional al promedio de los activos del portafolio. Acceso demostrado a mercados de capital a través de los ciclos. Ingresos no monetarios mínimos. Los ingresos netos de inversión en efectivo superan los pagos de dividendos. Se	El fondeo y liquidez son generalmente estables, aunque puede haber concentraciones de fondeo o vencimientos moderados. Dependencia de fuentes de fondeo mayorista menos estables. El fondeo es sensible a la confianza y la liquidez se puede volver más cara o menos estable durante períodos de estrés. Componente significativo de fondeo sin garantía. La duración del fondeo es proporcional al promedio de los activos del portafolio. Acceso demostrado a mercados de capital, pero puede ser más	El fondeo y liquidez son generalmente estables, aunque puede haber concentraciones de fondeo o vencimientos sustanciales o dependencia significativa de fuentes de fondeo mayorista menos estables. El acceso al fondeo puede ser incierto durante los períodos de estrés de mercado. Ausencia de un componente de fondeo sin garantía. La duración del fondeo puede no ser proporcional al promedio de los activos de la cartera. No existe ninguna capacidad demostrada para acceder a mercados de capital. Ingresos no monetarios	El fondeo y liquidez son menos estables y más propensos a cambios repentinos en la opinión de los acreedores. El acceso a fondeo durante períodos de estrés de mercado es muy incierto. Ausencia de un componente de fondeo sin garantía. La duración del fondeo puede no ser proporcional al promedio de los activos del portafolio. Incapacidad para acceder a los mercados de capital. Ingresos no monetarios significativos. Los ingresos por inversión netos en efectivo están significativamente por debajo de los pagos de dividendos. Se presentan importantes concentraciones de vencimiento a corto plazo. Los planes de fondeo de contingencia no existen.	El fondeo y liquidez son inestables. La duración del fondeo es de muy corto plazo. Ausencia de un componente de fondeo sin garantía. Ingresos no monetarios significativos. Los ingresos por inversión netos en efectivo están significativamente por debajo de los pagos de dividendos. Se presentan importantes concentraciones de vencimiento a corto plazo. Los planes de fondeo de contingencia no existen.

extremadamente robustos.	implementan planes de fondeo de contingencia robustos.	sensible a las condiciones del mercado. Ingresos no momentarios modestos. Los ingresos netos de inversión en efectivo cumplen con los pagos de dividendos. Se implementan planes de fondeo de contingencia razonables.	moderados. Los ingresos por inversión netos en efectivo están por debajo de los pagos de dividendos. Es posible que los planes de fondeo de contingencia no sean suficientes.	presentan concentraciones de vencimiento a corto plazo. Es posible que los planes de fondeo de contingencia no estén bien desarrollados.
--------------------------	--	--	---	--

Fuente: Fitch Ratings.

II.5.d Compañías de Financiamiento y Arrendamiento

La evaluación de Fitch del perfil financiero de las compañías de financiamiento y arrendamiento considera los siguientes subfactores:

- calidad de activos;
- ganancias y rentabilidad;
- capitalización y apalancamiento;
- fondeo, liquidez y cobertura.

Características de Riesgo de las Principales Actividades Comerciales de las Compañías de Financiamiento y Arrendamiento

Actividad	Uso de Balance General ^b	Fuente Principal de Fondeo ^a	¿Riesgo de Valor Residual?	Fuente de Ganancias principal	Estabilidad de Rentabilidad
Arrendamiento					
Aeronaves	Alto	Con garantía/ABS/Sin garantía	Sí	Ingresos de arrendamiento	Más cíclico
Contenedores	Alto	ABS/Líneas bancarias con garantía	Sí	Ingresos de arrendamiento	Cíclica
Flotilla	Alto	ABS/Sin garantía	Generalmente no	Ingresos de arrendamiento	Menos cíclico
Camiones	Alto	Sin garantía/Con garantía	Sí	Ingresos de arrendamiento	Menos cíclico
Trenes	Alto	Sin garantía/Con garantía	Sí	Ingresos de arrendamiento	Cíclica
Trenes de Pasajeros y Locomotoras	Medio	Con garantía	Sí	Ingresos de arrendamiento	Menos cíclico
Alquiler					
Alquiler de Autos	Alto	ABS	Sí	Ingresos por alquiler	Más cíclico
Alquiler de Equipos	Alto	Con garantía	Sí	Ingresos por alquiler	Más cíclico
Financiamiento de Consumo y Comercial					
Préstamos Comerciales	Alto	Depósitos/Sin Garantía	No	Ingresos por Margen	Cíclica
Préstamos Automotrices	Alto	ABS/Depósitos/Sin garantía	Sí	Ingresos por Margen	Cíclica
Préstamos de Tarjeta de Crédito	Alto	ABS/Sin garantía	No	Ingresos por Margen	Cíclica
Préstamos Estudiantil	Alto	ABS/Sin garantía	No	Ingresos por Margen	Estable
Créditos Hipotecarios/Administradores de Activos	Alto	Con Garantía	No	Comisiones por Originación / Comisiones por Cobranza	Estable

Factoraje	Alto	Depósitos / Sin garantía	No	Ingresos por Comisiones	Cíclica
Casas de Empeños	Alto	Sin garantía	Sí	Ingresos por Comisiones / Venta de Mercancía	Cíclica
Préstamo Payday	Alto	Líneas Bancarias con Garantía	No	Ingresos por Margen y por Comisiones	Cíclica
Compradores de Deudas/Administradores de Activos	Medio	Líneas bancarias	No	Exceso de Cobranza sobre precio de compra	Menos Cíclica
Servicios Financieros	Servicios Financieros	Servicios Financieros	Servicios Financieros	Servicios Financieros	Servicios Financieros
Préstamos de Marketplace	Bajo	Sin Recurso / Minorista / Internacional	No	Ingresos por Comisiones de Originación	Cíclica
Administradores de Hipotecas	Bajo	Con garantía	No	Ingresos por Cobranza	Cíclica

^aOtra que no sean líneas bancarias. ^bAunque un emisor exhiba alto uso de balance, Fitch se podrá enfocar en las métricas de flujo de efectivo o utilizar un análisis híbrido entre balance general y flujo de efectivo para evaluar los factores de ganancias y rentabilidad, capitalización y apalancamiento, y fondeo, liquidez y cobertura en casos en los que el riesgo de re-arrendamiento es relativamente bajo, los arrendatarios tienen calidad crediticia alta, el flujo de efectivo es más predecible, el riesgo de valor residual es limitado y/o existen barreras estructurales de entrada/competencia.

Fuente: Fitch Ratings.

Calidad de Activos: Compañías de Financiamiento y Arrendamiento

Atributo	Fundamental Contra Complementario	Descripción
Índice de Cartera Vencida y de Incumplimiento (NPL) ^a	Fundamental (Para compañías de financiamiento y arrendamiento con alto uso de balance general)	La evaluación de Fitch sobre la calidad de los activos de las compañías de financiamiento y arrendamiento se enfoca principalmente en los deterioros de los préstamos o los incumplimientos de los activos arrendados, pero también considera la morosidad, los no devengados, los castigos netos y las tasas de provisión para pérdidas crediticias. Fitch considera el desempeño de estas métricas a lo largo del tiempo y a través de los ciclos de mercado en relación con la metodología de originación de la compañía y el perfil de riesgo articulado y compara las medidas de otras compañías con productos similares.
Perfil del Acreditado	Complementario	Para los emisores dedicados al segmento de consumo, Fitch puede revisar los datos de la cartera de créditos, como el saldo promedio por cuenta y el desempeño promedio, así como las variaciones con respecto al promedio. Esto también puede incluir datos demográficos sobre la cartera subyacente o calificación crediticia interna o externa. Para financieras de préstamo comercial y arrendadoras, Fitch puede revisar los tipos de negocios o equipos financiados, indicadores de préstamo a valor, así como cualquier calificación de crédito interna o listas de monitoreo de los arrendatarios. En el caso de las compañías de alquiler, la calidad del arrendatario puede ser menos relevante en función de la duración del contrato de alquiler y del tipo de equipo.
Administración, Cobranza y Desplazamiento	Complementario	Fitch cree que una plataforma robusta de administración y cobranza es una parte integral de la calidad de activos, ya que puede tener influencia significativa sobre la experiencia de deterioro o morosidad y castigos. Por ejemplo, Fitch considera las estrategias de cobranza de un emisor para las cuentas en deterioradas/morosas y la posibilidad de mejorar con respecto a las tasas de rotación esperadas. Para las compañías de arrendamiento, Fitch también considera la capacidad de un emisor para recuperar y desplazar garantías de manera económica y eficiente. Fitch considera la flexibilidad del emisor con respecto a los canales de desplazamiento y busca evaluar la capacidad de un emisor para aumentar o reducir la flota rápidamente en respuesta a las condiciones cambiantes del mercado. Los ingresos derivados de la venta de garantías se consideran a lo largo del tiempo en relación con los valores residuales para evaluar la efectividad de las políticas de depreciación de una compañía de arrendamiento.
Estacionalidad e Impactos de Crecimiento	Complementario	Dado que la calidad de activos puede verse distorsionada por el crecimiento, siempre que sea posible, Fitch puede realizar análisis de grupos estáticos para medir la calidad de activos de diferentes cosechas. El análisis de grupos estáticos o de cosechas puede proporcionar una advertencia temprana de los problemas, como un rápido deterioro de la calidad de activos, que obligue a castigos acelerados, lo que puede resaltar el desajuste de las políticas de originación. Fitch reconoce que la estacionalidad puede desempeñar un papel importante en la distorsión de la calidad de activos y, para complementar el análisis de los grupos estáticos, Fitch puede analizar otras métricas de calidad de activos ajustadas por el crecimiento mediante la observación de los índices de deterioro/ morosidad y los índices de castigos netos sobre la base coincidente (actual) y la base rezagada. Además, la reducción de la cartera también puede segar las métricas de crédito coincidentes y rezagadas, por lo que, en estos casos, Fitch también realizará un seguimiento del cambio relativo absoluto en la cartera o morosidad de cartera y pérdidas de un período a otro.

Especificidades del Modelo de Negocio Complementario	Las métricas principales de calidad de activos para las compañías de financiamiento y arrendamiento son menos relevantes para los compradores de deuda, cuyos activos suelen estar deteriorados, pero se adquieren a un descuento significativo. En cambio, Fitch se enfoca en la estabilidad y resistencia de la generación de flujo de efectivo de las carteras adquiridas en relación con su precio de compra. Fitch también revisará las medidas de la industria, como los múltiplos de “efectivo en efectivo” brutos, el efectivo neto en múltiplos en efectivo (neto de los costos de cobranza) y el precio pagado o valor nominal de los activos adquiridos, si está disponible.
--	---

^aCuando se presenta con base en la NIIF 9, la cartera vencida serán los préstamos clasificados como en etapa 3.
Fuente: Fitch Ratings.

Valores de Referencia de la Calidad de Activos: Compañías de Financiamiento y Arrendamiento

Métrica	Evaluación del Entorno Operativo	Categoría de Calificación				
		aa y mayor	a	bbb	bb	b y menor
Indicador de Cartera Vencida y de Incumplimiento (NPL) ^a	Categoría 'aa' y mayor	x≤1	1<x≤3	3<x≤6	6<x≤14	x>14
Indicador de Cartera Vencida y de Incumplimiento (NPL) ^a	Categoría 'a'	x≤0.25	0.25<x≤2	2<x≤5	5<x≤12	x>12
Indicador de Cartera Vencida y de Incumplimiento (NPL) ^a	Categoría 'bbb'		X≤0,5	0.5<x≤4	4<x≤10	x>10
Indicador de Cartera Vencida y de Incumplimiento (NPL) ^a	Categoría 'bb'			x≤0.75	0.75<x≤5	x>5
Indicador de Cartera Vencida y de Incumplimiento (NPL) ^a	Categoría 'b' y menor				x≤1	x>1

^aPara países o clases de activos donde el marco de cartera vencida y NPL no es utilizado, se pueden utilizar índices de morosidad (normalmente 30 días) como sustitutos. En el caso de las compañías de arrendamiento, la relación de deterioro se calcula como impagos en los activos arrendados, además de ganancias y pérdidas incurridas en la venta de activos arrendados o activos totales arrendados. Notas: Fitch puede excluir o normalizar un punto de datos trimestral si se cree que está influenciado indebidamente por la estacionalidad en lugar de reflejar una tendencia a largo plazo sobre la calidad de los activos.
Fuente: Fitch Ratings.

Métricas de Calidad de Activos: Compañías de Financiamiento y Arrendamiento

Métrica	Fundamental Contra Complementario
Indicador de Cartera Vencida y de Incumplimiento	Fundamental
Reservas para Pérdidas Crediticias/Préstamos Vencidos	Complementario
Préstamos Vencidos Menos Reservas para Pérdidas Crediticias/Capital Tangible	Complementario
Castigos Netos/Préstamos Promedio	Complementario
Ganancias de Valor Residual (Pérdidas)/Valor Contable de Activos	Complementario

Notas: Fitch puede excluir o normalizar un punto de datos trimestral si se cree que está influenciado indebidamente por la estacionalidad en lugar de reflejar una tendencia a largo plazo sobre la calidad de los activos. En el caso de las compañías de arrendamiento, las relaciones de calidad de activos se calculan como impagos en los activos arrendados más las ganancias y pérdidas incurridas en la venta de activos arrendados o activos totales arrendados.
Fuente: Fitch Ratings.

Ganancias y Rentabilidad: Compañías de Financiamiento y Arrendamiento

Atributo	Fundamental Contra Complementario	Descripción
Utilidad antes de Impuestos/ Activos Promedio	Fundamental (para Compañías de Financiamiento y Arrendamiento con Alto Uso de Balance General)	Para las compañías de financiamiento y arrendamiento con alto uso de balance, Fitch se enfoca principalmente en el desempeño de la cartera, la rentabilidad de los activos y la rentabilidad del capital, que son más fácilmente comparables entre los distintos bancos e instituciones. Fitch también tendrá en cuenta los márgenes ajustados al riesgo, que miden el nivel de rentabilidad del riesgo asumido, ya que deduce los gastos de suministro y los gastos de intereses de los ingresos operativos netos totales. Una revisión de la calidad de las ganancias refleja, principalmente, una evaluación de las ganancias recurrentes basadas en efectivo, fundamentalmente los intereses netos y los ingresos por arrendamiento y comisiones en contraposición a las ganancias o pérdidas no recurrentes, las ganancias sin efectivo o las ganancias de mercado en derivados o inversiones.
EBITDA sobre Ingresos	Fundamental (para Compañías de Financiamiento y Arrendamiento con Bajo Uso de Balance General)	Para las compañías de financiamiento y arrendamiento con ingresos tipo comisiones y bajo uso de balance, Fitch pone énfasis en el análisis de los márgenes de EBITDA. En el caso de los administradores de deuda, esto incluirá la consideración de la duración del contrato, la concentración de clientes, los períodos de cura en caso de rendimiento bajo y los términos de indemnización en caso de que los clientes busquen terminación anticipada. Además, Fitch también puede revisar del devengo de comisiones de los servicios, como las recompensas por el uso de tarjetas de crédito o las políticas de supresión de comisiones por ingresos no obtenidos, para evaluar la cobrabilidad lo largo del tiempo, cuando corresponda. Para las compañías de arrendamiento, donde el plazo promedio de arrendamiento sea relativamente corto, como las compañías de arrendamiento de automóviles y arrendadores de montos pequeños, y para compañías con generación probada de efectivo estable basada en activos y/o ganancias significativas fuera de balance como los compradores de deuda, el análisis de Fitch de ganancias y rentabilidad generalmente se enfoca en el análisis y medición de flujo de efectivo. Fitch puede hacer ajustes a su cálculo de EBITDA para excluir el gasto de depreciación si se considera que es un gasto operativo recurrente y no se espera un cambio significativo en los niveles de activos arrendados. Sin embargo, en ese caso,

		Fitch buscaría agregar los ingresos de la venta de los activos arrendados a su cálculo del flujo de efectivo, ya que, probablemente, se consideraría una fuente significativa de pago de la deuda.
Gastos Operativos	Complementario	Fitch también examina los gastos operativos en relación con los ingresos, préstamos o arrendamientos, incluida la mezcla de costos variables y fijos. Fitch reconoce que las compañías de financiamiento y arrendamiento pueden tener estructuras de costos muy diferentes. Por ejemplo, una compañía con una presencia global, como un arrendador de aeronaves, probablemente tenga un nivel más alto de gastos de operación en comparación con uno que se base en funciones centralizadas, pero esto puede ser compensado por otros factores como pérdidas crediticias menores o rendimiento de activos mayores.
Depreciación y Elementos no monetarios	Complementario	Los gastos de depreciación suelen ser un elemento importante no monetario para las compañías de arrendamiento y Fitch lo considera un costo importante, ya que dichas compañías normalmente necesitan sustituir continuamente los equipos implicados en los arrendamientos operativos y permanecer dentro de ciertos parámetros de antigüedad. En la medida en que un emisor reporte de una cantidad significativa de ingresos que no están en efectivo, Fitch puede solicitar una conciliación de las ganancias registradas en los flujos de efectivo operativos. Fitch considera que montos importantes de activos no monetarios disminuyen la calidad de las ganancias.
Tratamiento de las Bursatilizaciones	Complementario	En la medida en que una compañía de financiamiento y arrendamiento bursatilice las cuentas por cobrar y las elimine de su balance general o administre activos que no se encuentran en su balance, Fitch se enfoca en las medidas administradas de rentabilidad, que consideran las ganancias y gastos reportados en relación con la cartera administrada de préstamos o arrendamientos. Esto proporciona una imagen más clara de la rentabilidad subyacente del libro de negocios, ya que un emisor suele cobrar una comisión por el mantenimiento de los activos en el vehículo de bursatilización.

Fuente: Fitch Ratings.

Valores de Referencia de la Ganancias y Rentabilidad: Compañías de Financiamiento y Arrendamiento

Métrica	Evaluación del Entorno Operativo	Evaluación Implícita del Factor				
		aa y mayor	a	bbb	bb	b y menor
Utilidad Antes de Impuestos/Activos Promedio (%) ^a	Categoría 'aa' o mayor	x>4.0	3.0<x≤4.0	2.0<x≤3.0	1.0<x≤2.0	x≤1.0
Utilidad Antes de Impuestos/Activos Promedio (%) ^a	Categoría 'a'	x>5.0	3.5<x≤5.0	2.5<x≤3.5	1.0<x≤2.5	x≤1.0
Utilidad Antes de Impuestos/Activos Promedio (%) ^a	Categoría 'bbb'		x>6.0	4.0<x≤6.0	1.0<x≤4.0	x≤1
Utilidad Antes de Impuestos/Activos Promedio (%) ^a	Categoría 'bb'			x>6.0	2.0<x≤6.0	x≤2.0
Utilidad Antes de Impuestos/Activos Promedio (%) ^a	Categoría 'b' o menor				x>7.0	x≤7.0
EBITDA/Ingresos (%) ^b	Todas	x>50	30<x≤50	20<x≤30	10<x≤20	x≤10

^aPara compañías de financiamiento y arrendamiento con un alto uso de balance general. ^bPara compañías de financiamiento y arrendamiento con un bajo uso de balance general.

Fuente: Fitch Ratings.

Métricas de Ganancias y Rentabilidad: Compañías de Financiamiento y Arrendamiento

Alto Uso de Balance General	Fundamental contra Complementario
Utilidad antes de impuestos/Activos promedio	Fundamental
Utilidad antes de impuestos/Capital promedio	Complementario
Ganancias en valor residual (Pérdidas)/Utilidad antes de impuestos	Complementario
Gastos de operación/Ingresos totales por comisiones	Complementario
Gastos de depreciación/Ingresos totales	Complementario
Bajo Uso de Balance General	Fundamental Contra Complementario
EBITDA sobre ingresos	Fundamental
Ingresos antes de impuestos/Ganancias	Complementario

Fuente: Fitch Ratings.

Capitalización y Apalancamiento: Compañías de Financiamiento y Arrendamiento

Atributo	Fundamental Contra Complementario	Descripción
Deuda/Capital Tangible	Fundamental (para Compañías de Financiamiento y Arrendamiento con Alto Uso de Balance)	La evaluación de Fitch sobre la capitalización y el apalancamiento de una compañía de financiamiento y arrendamiento se enfoca principalmente en la deuda a capital tangible de las compañías de financiamiento y arrendamiento con alto uso de balance. Con respecto a los arrendadores de equipos, Fitch no excluirá los activos de derechos de mantenimiento y las primas de arrendamiento del capital tangible si se cree que estos elementos del balance contienen un valor económico suficiente para apoyar a los acreedores.
Deuda sobre EBITDA	Fundamental (para Compañías de Financiamiento y Arrendamiento con Bajo Uso de Balance)	La evaluación de Fitch de las métricas de capitalización y apalancamiento de una compañía de financiamiento y arrendamiento se enfoca principalmente en la deuda/EBITDA de las compañías de financiamiento y arrendamiento con bajo uso de balance y de las compañías con una generación de efectivo estable y demostrado basado en activos o ganancias significativas no relacionadas con balance, como compradores de deuda. Esto también incluye grandes arrendadores de equipos, que se benefician de arrendatarios de alta calidad, flujos de efectivo contractuales a largo plazo, limitados libros de órdenes/riesgo de deterioro y/o barreras estructurales de entrada/competencia. En tales casos, Fitch puede usar el EBITDA como indicador aproximado del flujo de caja. Lo mismo puede aplicarse a las compañías de arrendamiento en las que el plazo medio de arrendamiento es relativamente corto, como las compañías de alquiler de coches y los arrendadores de montos pequeños. Para los compradores de deuda, Fitch también evaluará la deuda bruta/los cobros restantes estimados, cuando estén disponibles. Para los prestamistas hipotecarios comerciales, Fitch puede volver a sumar la depreciación acumulada en la cartera de bienes raíces al capital tangible dada la opinión de que los valores de las propiedades en los mercados de primer nivel generalmente aumentarán a largo plazo. Fitch considerará el historial de la compañía de reconocer ganancias al salir de activos inmobiliarios al determinar si se debe realizar este ajuste.
Características del Modelo de Negocio	Complementario	<p>Para las compañías de arrendamiento con arrendatarios de calidad más débiles o riesgo de valor residual significativo, como arrendadores de equipo grande, el enfoque principal de capitalización y apalancamiento está por lo general en métricas de balance como la deuda a capital. Para los arrendadores de equipo grande que se benefician de arrendatarios de alta calidad, flujos de efectivo contractuales a largo plazo, riesgos de incumplimiento o libros de pedidos limitados, o barreras estructurales de entrada/competencia, el análisis de Fitch sobre apalancamiento y capitalización puede adoptar un enfoque corporativo, en el que el enfoque principal es la cobertura del flujo de efectivo y el cumplimiento de deuda. Fitch utiliza el EBITDA como un indicador del flujo de efectivo.</p> <p>Lo mismo puede aplicarse a las compañías de arrendamiento en las que el plazo promedio de arrendamiento sea relativamente corto, como compañías de arrendamiento de automóviles y arrendadoras de equipos de poco valor, y a las compañías con generación probada y estable de efectivo o ingresos significativos fuera de balance, como compradores de deudas. Para los compradores de deudas, Fitch también evaluará la deuda bruta a cobros restantes estimados, si están disponibles.</p>

Continúa en la siguiente página.
Fuente: Fitch Ratings.

Capitalización y Apalancamiento: Compañías de Financiamiento y Arrendamiento (continuación)

Atributo	Fundamental contra Complementario	Descripción
Doble Apalancamiento	Complementario	<p>Cuando sea relevante, Fitch también considera el doble apalancamiento, definido como inversiones de capital en subsidiarias más los intangibles de la <i>holding</i> divididos por el capital, que refleja la deuda emitida a nivel de la matriz que se incorporó como capital en subsidiarias. Aunque se puede esperar una pequeña cantidad de doble apalancamiento, Fitch se preocupa cuando el doble apalancamiento es alto (es decir, por encima del 120% o más del capital común de una compañía matriz) de forma sostenida, a menos que se mitigue por otros medios (por ejemplo, convenio de soporte de liquidez de una subsidiaria). Un alto grado de doble apalancamiento puede resultar en diferenciales de calificación mayores entre una compañía matriz y sus subsidiarias, especialmente si están implicadas subsidiarias reguladas, ya que los dividendos de estas entidades pueden ser restringidos. Cuando sea posible, Fitch revisará la capacidad de pago de dividendos de una subsidiaria regulada en relación con los costos fijos y los dividendos de la compañía matriz.</p>

Fuente: Fitch Ratings.

Valores de Referencia de Capitalización y Apalancamiento: Compañías de Financiamiento y Arrendamiento

Métrica	Evaluación del Entorno Operativo	Evaluación Implícita del Factor				
		aa y mayor	a	bbb	bb	b y menor
Deuda/Capital Tangible (x) ^a	Categoría 'aa' o mayor	$x < 1.0$	$1.0 \leq x < 3.0$	$3.0 \leq x < 5.0$	$5.0 \leq x < 8.0$	$x \geq 8.0$
Deuda/Capital Tangible (x) ^a	Categoría 'a'	$x < 0.8$	$0.8 \leq x < 3.0$	$3.0 \leq x < 5.0$	$5.0 \leq x < 7.5$	$x \geq 7.5$
Deuda/Capital Tangible (x) ^a	Categoría 'bbb'		$x < 0.75$	$0.75 \leq x < 4.0$	$4.0 \leq x < 7.0$	$x \geq 7.0$
Deuda/Capital Tangible (x) ^a	Categoría 'bb'			$x < 0.6$	$0.6 \leq x < 5.5$	$x \geq 5.5$
Deuda/Capital Tangible (x) ^a	Categoría 'b' o menor				$x < 0.5$	$x \geq 0.5$
Deuda /EBITDA (x) ^b	Todas	$x < 0.5$	$0.5 \leq x < 1.5$	$1.5 \leq x < 2.5$	$2.5 \leq x < 3.5$	$x \geq 3.5$

^aPara compañías de financiamiento y arrendamiento con un alto uso de balance general. ^bPara compañías de financiamiento y arrendamiento con un bajo uso de balance general. Fuente: Fitch Ratings.

Métricas de Capitalización y Apalancamiento: Compañías de Financiamiento y Arrendamiento

Alto Uso de Balance General	Fundamental contra Complementario
Deuda/Capital Tangible	Fundamental
Capital Tangible/Activos Tangibles	Complementario
(Ingresos Netos – Dividendos – Recompra de Acciones)/Capital Inicial	Complementario
Bajo Uso de Balance General	Fundamental Contra Complementario
Deuda/EBITDA	Fundamental

Fuente: Fitch Ratings.

Fondeo, Liquidez y Cobertura: Compañías de Financiamiento y Arrendamiento

Atributo	Fundamental contra Complementario	Descripción
Deuda sin Garantía/ Deuda Total	Fundamental (Para compañías de financiamiento y arrendamiento con alto uso de balance)	Fitch cree que una dependencia excesiva de fuentes de fondeo garantizadas, como las bursatilizaciones respaldadas por activos, los acuerdos de recompra, los bonos cubiertos o los préstamos bancarios con garantía, puede limitar la evaluación del fondeo, la liquidez y la cobertura de una compañía de financiamiento y arrendamiento, ya que una alta proporción de activos gravados reducirá la flexibilidad financiera. Al evaluar la protección de los acreedores cuando hay información disponible, Fitch se centrará en la deuda no garantizada como un porcentaje de deuda total y, por extensión, en activos sin gravar en relación con la deuda no garantizada. Esto abarca no solo el monto, sino también la calidad relativa de los activos que respaldan las obligaciones de deuda no garantizada. Fitch típicamente estresa el valor de los activos aplicando recortes, en función del riesgo de la clase de activos. Cuando considera los activos no gravados, Fitch también realiza ajustes basados en la antigüedad de los gravámenes que pueden existir en los acuerdos de financiamiento y en los activos comprometidos.
EBITDA/ Gastos por intereses	Fundamental (Para compañías de financiamiento y arrendamiento con bajo uso de balance)	Para las compañías de financiamiento y arrendamiento con bajo uso de balance, Fitch evalúa el fondeo, la liquidez y la cobertura, principalmente sobre la base de la cobertura de intereses más que en el fondeo o la liquidez. Para las compañías de arrendamiento donde el plazo promedio de arrendamiento sea relativamente corto, como las compañías de arrendamiento y arrendadores de montos pequeños, y para compañías con generación probada de efectivo estable basada en activos o ganancias significativas no relacionadas con el balance como los compradores de deuda, el análisis de Fitch de fondeo, liquidez y cobertura, generalmente se enfoca en las métricas de flujo de efectivo. Esto incluirá una evaluación de la medida en que, en un escenario de recesión, las compañías tienen capacidad suficiente a corto plazo para conservar liquidez al reducir la inversión en nuevos activos mientras continúan extrayendo flujos de efectivo de los que ya poseen. Para las compañías de financiamiento y arrendamiento que pagan dividendos preferentes, Fitch también podría calcular la cobertura de EBITDA tanto de los gastos por intereses como de los dividendos preferentes.
Dependencia de Fondeo de Corto Plazo	Complementario	Fitch entiende que los emisores pueden estar motivados para fondearse a sí mismos con deudas a corto plazo, ya que esto suele ser menos costoso; sin embargo, la opinión de Fitch es que una dependencia excesiva de fondeo a corto plazo puede ser más problemática, especialmente durante los tiempos de menor liquidez en el mercado. Los vencimientos significativos a corto plazo y/o vencimientos concentrados en un período de tiempo determinado pueden limitar la calificación. Al analizar el fondeo a corto plazo, Fitch se enfoca en los vencimientos de los activos. Por ejemplo, un emisor con activos muy a corto plazo (tarjeta de crédito, cuentas por cobrar de factoraje, préstamos de plan piso automotriz o determinados préstamos de consumo) puede ser más capaz de depender en el flujo de efectivo de los activos para respaldar un componente razonable de fondeo a corto plazo que un emisor con activos a largo plazo, como hipotecas, préstamos de estudiantes o aeronaves. No obstante, incluso cuando los plazos de vencimiento de los activos son muy a corto plazo, debe existir un nivel de fondeo a largo plazo para financiar el libro de negocios.
Fondeo Contingente	Complementario	Deben establecerse planes de contingencia sólidos para cubrir el potencial de que los activos a corto plazo financiados con deuda a corto plazo no produzcan los niveles esperados del flujo de efectivo en todas las fases de un ciclo de negocio o producto. Esto incluiría la cobertura de la extensión potencial de los períodos de espera para los activos en venta y que estén fondeados mediante la deuda a corto plazo. El fondeo contingente debe ser razonablemente accesible durante los períodos de menor liquidez financiera y no debe depender de un emisor para mantener el cumplimiento de un <i>covenant</i> . Fitch esperaría que las compañías de financiamiento y arrendamiento con grado de inversión puedan demostrar planes de contingencia que permitan a la entidad superar una interrupción prolongada en la liquidez y financiamiento de los mercados. Esto puede demostrarse mediante la capacidad de financiar operaciones básicas durante un período de 12 meses mediante la generación del flujo de efectivo y las líneas de fondeo comprometidas de entidades calificadas adecuadamente, pero excluyendo el acceso a mercados de deuda pública no garantizadas si esta es la principal fuente de fondeo en períodos normales del mercado. Además, Fitch puede evaluar los escenarios de reducción o liquidación de una compañía para comprender qué tan eficaz y eficientemente pueden liquidarse los activos para cubrir costos a tiempo, incluido el servicio de deuda.
Libros de Órdenes	Complementario	Los planes de fondeo de contingencia adquieren una importancia adicional para las compañías de arrendamiento con grandes libros de órdenes, especialmente teniendo en cuenta que estas obligaciones deben financiarse a través de diversos entornos económicos. Los libros de órdenes son más frecuentes en sectores de arrendamiento de aeronaves, ferrocarriles y contenedores, y representan compromisos para adquirir activos de los fabricantes, en algunos casos años antes de que sean arrendados. La existencia de fondeo comprometido, con líneas de almacenamiento, ayuda a mitigar parte de este riesgo; sin embargo, el vencimiento de las líneas puede ser anterior a las entregas de órdenes, lo que puede generar un riesgo de refinanciamiento. Fitch considera el tamaño del libro de órdenes de un arrendador en relación con el tamaño de su balance general, flota existente, capacidades operativas y de mercadeo, el nivel en que arrendamientos comprometidos existen en el momento del pedido, así como su historial de captación de capital. Sin embargo, la existencia de libros de órdenes significativos, especialmente si son de larga duración, puede ser una limitación de la calificación.
Calidad y Diversificación del Fondeo	Complementario	Fitch considera la presencia de diversas fuentes de fondeo, en términos de mercados, inversores y geografía, así como la estabilidad del fondeo, como un factor positivo para la evaluación de fondeo, liquidez y cobertura. Fitch evalúa la porción de las líneas de crédito comprometidas frente a las no comprometidas, la composición de los proveedores de crédito y la frecuencia con la que se utilizan las líneas. Fitch considera la duración de las relaciones, así como otros flujos de negocio (como la administración de efectivo o la suscripción de valores) que una compañía de financiamiento y arrendamiento mantiene con sus proveedores de crédito, ya que esto puede tener un impacto significativo si los prestamistas mantienen la línea al emisor durante los períodos de estrés financiero. Fitch podría tener en cuenta solamente la liquidez disponible de las líneas de crédito de respaldo de bancos altamente calificados o bancos con una calificación igual o superior a la del propio emisor.

Continúa en la siguiente página.
Fuente: Fitch Ratings.

Fondeo , Liquidez y Cobertura: Compañías de Financiamiento y Arrendamiento (Continuación)

Atributo	Fundamental Contra Complementario	Descripción
Tratamiento de bursatilizaciones	Complementario	Cuando hay una parte significativa de bursatilizaciones, Fitch puede comparar la calidad de las cuentas por cobrar bursatilizadas con las que quedan libres de gravamen para garantizar que no se ha producido ninguna “elección selectiva” o una selección adversa. Fitch cree que las cuentas por cobrar bursatilizadas deben reflejar una sección transversal de préstamos o arrendamientos originados. Como resultado, las estrategias que se basan en vender los créditos más débiles o los más fuertes pueden afectar negativamente a la evaluación de fondeo, liquidez y cobertura. Además, Fitch cree que una compañía de financiamiento y arrendamiento debe ser capaz de demostrar liquidez en todos los tipos de activos que origina. Por ejemplo, si un emisor no puede demostrar liquidez del mercado secundario para una clase de activo determinado, Fitch puede considerar que necesita capital adicional o liquidez para respaldar ese activo en particular, según corresponda. Además, Fitch puede tener en cuenta una mayor probabilidad de soporte voluntario para obligaciones sin recursos para las compañías de financiamiento y arrendamiento que dependen en exceso de bursatilización como fuente de fondeo. El soporte voluntario podría surgir como medio para que el emisor limite los daños a la reputación y la pérdida potencial de acceso al mercado a esta fuente de fondeo en caso de bajo desempeño.
Cumplimiento de Covenants	Complementario	Fitch puede considerar los <i>covenants</i> en los contratos de crédito para comprender las características de los mismos y las garantías, ya que pueden influir en la capacidad de una compañía de financiamiento y arrendamiento para realizar sus negocios. Aunque los incumplimientos técnicos, como una violación de un <i>covenant</i> financiero, a menudo pueden perdonarse, esto generalmente tiene un costo considerable. Por lo tanto, el incumplimiento de una obligación puede afectar negativamente la evaluación del fondeo, la liquidez y la cobertura de Fitch si se lo considera un indicador de un cambio significativo en el perfil de riesgo de la entidad o la flexibilidad financiera.
Razón de Pago de Dividendos	Complementario	Muchas compañías de financiamiento y arrendamiento distribuyen sus ganancias, ya sea a una compañía matriz o a accionistas públicos o privados, lo que es un uso de efectivo. Para la razón de pago de dividendos, Fitch se enfoca en medidas combinadas, que incluyen tanto dividendos como recompras de acciones netas, para evaluar el impacto en la liquidez.
Características Específicas de los REIT Hipotecarios	Complementario	Fitch suele considerar que los fideicomisos de inversión inmobiliaria (REIT; siglas en inglés) hipotecarios tienen posiciones de liquidez más débiles que las compañías financieras similares que no han elegido el estado de REIT, ya que este último tiene una flexibilidad de retención de capital más débil. Sin embargo, los REIT que abordan las distribuciones de dividendos requeridas a través de la emisión de nuevas acciones, en oposición a los pagos de dividendos en efectivo, pueden tener una liquidez más fuerte que las REIT que pagan la mayoría de las utilidades gravables como dividendos en efectivo a los accionistas. Conforme las pautas establecidas por la Asociación Nacional de Fideicomisos de Inversión Inmobiliaria, los fondos de operaciones (FFO; siglas en inglés) para los REIT hipotecarios se definen como utilidad neta excluyendo ganancias (o pérdidas) de las ventas de propiedades más la depreciación y la amortización, además de los ajustes para las sociedades no consolidadas y <i>las empresas conjuntas</i> . Fitch compara los dividendos pagados a los accionistas con FFO para los REIT hipotecarios. Los ajustes para asociaciones no consolidadas y las empresas conjuntas (<i>joint ventures</i>) se calcularán para reflejar la FFO sobre la misma base. Fitch resta los gastos de capital y excluye los elementos no monetarios incluidos en FFO para llegar a los fondos ajustados de las operaciones (AFFO; siglas en inglés) para las REIT hipotecarias y compara los dividendos pagados a los accionistas con AFFO. Aunque FFO y AFFO son medidas de gastos después de intereses, estas medidas son relevantes para los tenedores de bonos y los accionistas preferentes. Es decir, si los indicadores de pago de FFO o AFFO están cerca del 100% o lo superan, indica que el REIT no mantiene el flujo de efectivo para la liquidez futura con el fin de cumplir sus obligaciones fijas y está accediendo a otras formas de flujo de efectivo para pagar sus dividendos, lo que Fitch considera negativo.

Fuente: Fitch Ratings.

Valores de Referencia de Fondo, Liquidez y Cobertura: Compañías de Financiamiento y Arrendamiento

Métrica	Evaluación del Entorno Operativo	Evaluación Implícita del Factor				
		aa y mayor	a	bbb	bb	b y menor
Deuda Sin Garantía/Deuda Total (%) ^a	Categoría 'aa' o mayor	x>90	50<x≤90	35<x≤50	x≤35	x = 0
Deuda Sin Garantía/Deuda Total (%) ^a	Categoría 'a'	x>95	60<x≤95	40<x≤60	10<x≤40	x≤10
Deuda Sin Garantía/Deuda Total (%) ^a	Categoría 'bbb'		x>95	75<x≤95	20<x≤75	x≤20
Deuda Sin Garantía/Deuda Total (%) ^a	Categoría 'bb'			X=100	50<x≤100	x≤50
Deuda Sin Garantía/Deuda Total (%) ^a	Categoría 'b' o menor				X>95	x≤95
EBITDA/Gastos de Interés (x) ^b	Todas	x>15	10<x≤15	6<x≤10	3<x≤6	x≤3

^aPara compañías de financiamiento y arrendamiento con alto uso de balance general. ^bPara compañías de financiamiento y arrendamiento con bajo uso de balance general. Fuente: Fitch Ratings.

Métricas de Fondo, Liquidez y Cobertura: Compañías de Financiamiento y Arrendamiento

Alto Uso de Balance General	Fundamental contra Complementario
Deuda sin garantía/Deuda total	Fundamental
Deuda de corto plazo/Deuda total	Complementario
EBITDA/Gastos por intereses	Complementario
Activos sin gravar/Deuda sin garantía	Complementario
Dividendos/Ingresos netos	Complementario
Bajo Uso de Balance General	Fundamental contra Complementario
EBITDA/Gastos por intereses	Fundamental

Fuente: Fitch Ratings.

Perfil Financiero: Compañías de Financiamiento y Arrendamiento

	aaa	aa	a	bbb	bb	b	ccc y menores
Calidad de Activos	Tiene un grado sin precedentes de estabilidad, como lo reflejan los niveles muy bajos de activos deteriorados y/o pérdidas mínimas a través de los ciclos económicos y/o de tasas de interés. Las métricas de calidad de activos son consistentemente mejores que las de instituciones comparables. Los riesgos de concentración son muy bajos o están efectivamente mitigados.	Tiene un grado muy alto de estabilidad, como lo reflejan los niveles bajos de activos deteriorados o pérdidas bajas a través de múltiples ciclos económicos o de tasas de interés. Las métricas de calidad de activos son mejores que las de instituciones comparables. Los riesgos de concentración son bajos o están efectivamente mitigados.	Tiene un alto grado de estabilidad, como puede reflejarse en los niveles modestos de activos deteriorados y/o pérdidas. La calidad del activo es moderadamente variable a través de los ciclos económicos o de tasas de interés. Es probable que las métricas de calidad de activos sean modestamente mejores que las de instituciones pares o menos.	Tiene un grado de estabilidad, como puede reflejarse en los niveles promedio de pérdidas o activos deteriorados. Es probable que las métricas de calidad de activos fluctúen a través de los ciclos económicos o de tasas de interés. Las medidas de calidad de activos y/o de riesgo de concentración están	Tiene niveles por encima del promedio de activos deteriorados y pérdidas. Las métricas de calidad de activos tienden a ser más volátiles frente a cambios en los ciclos económicos o de tasa de interés y, generalmente, peores o más vulnerables que los promedios de la industria global. Los riesgos de concentración pueden estar por encima del promedio.	Tiene una calidad de activos, activos deteriorados y pérdidas altamente variables o deficientes. Las métricas de calidad de activos tienden a ser muy volátiles, con base en cambios en los ciclos económicos o de tasa de interés y, por lo general, significativamente peores o más vulnerables que los promedios de la industria global. Los riesgos de concentración	Tiene o es probable que tenga métricas de calidad de activos que son considerablemente más débiles que las de los valores de referencia de la industria o normas históricas.

			vulnerables a los ciclos económicos o de tasas de interés. Los riesgos de concentración pueden ser modestamente mejores que los de los pares.	generalmente de acuerdo con los promedios de la industria.		pueden ser muy altos.	
Ganancias y Rentabilidad	Las ganancias y rentabilidad son altamente predecibles a través de los ciclos económicos y/o de tasas de interés. Las métricas de rentabilidad son consistentemente proporcionales a la naturaleza de aversión al riesgo.	Las ganancias y rentabilidad son muy predecibles a lo largo de múltiples ciclos económicos y/o de tasas de interés. Las métricas de rentabilidad son proporcionales a un riesgo muy bajo, pero pueden variar moderadamente, aunque permanecen generalmente superiores a las de instituciones comparables.	Las ganancias y rentabilidad son moderadamente variables a través de los ciclos económicos y/o de tasas de interés. Las métricas de rentabilidad son proporcionales a un riesgo bajo, aunque sujetas a variabilidad. La rentabilidad es generalmente mejor que los promedios de la industria.	Las ganancias y rentabilidad pueden ser variables a través de los ciclos económicos y/o de tasas de interés. Las métricas de rentabilidad reflejan riesgo inherente o un ambiente sumamente competitivo y pueden estar sujetas a una variabilidad mayor. La rentabilidad es acorde con relación con los promedios de la industria general.	Las ganancias y rentabilidad pueden ser altamente variables a través de los ciclos económicos y/o de tasas de interés. Las métricas de rentabilidad pueden no reflejar completamente el riesgo inherente y están sujetas a variabilidad. La rentabilidad está muy por debajo del promedio con relación con los promedios de la industria general.	Las ganancias y rentabilidad son volátiles y están altamente correlacionadas a los ciclos económicos y/o de tasas de interés. Las métricas de rentabilidad pueden no reflejar completamente el riesgo inherente y están sujetas a variabilidad. La rentabilidad está muy por debajo del promedio con relación con los promedios de la industria general.	Puede ser estructuralmente no rentable sobre una base reportada u operativa. El retorno al punto de equilibrio o una rentabilidad sostenible son sumamente inciertos.

Continúa en la siguiente página.
Fuente: Fitch Ratings.

Perfil Financiero: Compañías de Financiamiento y Arrendamiento (continuación)

	aaa	aa	a	bbb	bb	b	ccc y menores
Capitalización y Apalancamiento	La capitalización es extremadamente fuerte y acorde con el riesgo. Los objetivos de capital y apalancamiento incorporan la capacidad de resistir <i>shocks</i> severos de valor de mercado y de calidad de activos.	La capitalización es fuerte y proporcional al riesgo. Los objetivos de capital y apalancamiento incorporan la capacidad de resistir <i>shocks</i> significativos de valor de mercado y calidad de activos.	La capitalización es ampliamente proporcional al riesgo. Los niveles de capital y apalancamiento pueden ser más volátiles, pero todavía solo modestamente por <i>shocks</i> severos de valor de mercado y de calidad de activos.	La capitalización puede no ser completamente proporcionales al riesgo. Los niveles de capital y apalancamiento pueden ser más vulnerables a <i>shocks</i> severos de valor de mercado y de calidad de activos.	La capitalización puede no ser completamente proporcionales al riesgo. El capital y apalancamiento son muy vulnerables a los <i>shocks</i> de valor de mercado y de calidad de activos.	La capitalización no es proporcional al riesgo. Los niveles de capital y apalancamiento pueden estar muy por debajo de los de las instituciones pares y ser altamente vulnerables incluso a <i>shocks</i> de valor de mercado y de calidad de activos.	La capitalización y el apalancamiento tienen deficiencias claras que ya han requerido o pueden requerir de inyecciones de capital.
Fondeo, Liquidez y Cobertura	El fondeo y la liquidez son excepcionalmente estables. Dependencia	El fondeo y la liquidez son muy estables. Dependencia mínima del fondeo a	El fondeo y la liquidez son estables. El fondeo mayorista es	El fondeo y la liquidez son generalmente estables, aunque puede	El fondeo y la liquidez son generalmente estables, aunque puede haber	El fondeo y la liquidez son menos estables y más propensos a cambios	El fondeo y la liquidez son inestables. La duración del fondeo es de muy corto

mínima de fondeo mayorista. El fondeo no es sensible a la confianza. Las fuentes de fondeo y los vecimientos son muy diversos. La duración del fondeo excede significativamente el vencimiento promedio de los activos de la cartera. El fondeo está totalmente no garantizado, debido a un conjunto extremadamente robusto de activos no gravados. Existen planes de contingencia extremadamente robustos.	corto plazo. El fondeo mayorista es principalmente de largo plazo con un apetito establecido de inversionistas. El fondeo es relativamente menos sensible a la confianza. Las fuentes de fondeo y los vecimientos son muy diversos. La duración del fondeo excede el promedio de los activos de la cartera. El fondeo es predominantemente no garantizado, debido a un conjunto muy sólido de activos no gravados. Existen planes de contingencia muy robustos.	principalmente de largo plazo. El fondeo puede ser modestamente sensible a la confianza. Las fuentes de fondeo y los vecimientos son relativamente diversos. La duración del fondeo es proporcional al vencimiento promedio de los activos de la cartera. El fondeo es en gran medida no garantizado, debido a un conjunto sólido de activos no gravados. Se implementan planes de contingencia robustos.	haber concentraciones de fondeo o vencimientos moderados. Dependencia de fuentes de fondeo mayoristas menos estables. El fondeo es sensible a la confianza. La duración del fondeo es proporcional al vencimiento promedio de los activos de la cartera. Componente significativo de fondeo no garantizado, apoyado por un conjunto modesto de activos no gravados. Se implementan planes de contingencia razonables.	concentraciones de fondeo o vencimientos. Dependencia significativa de fuentes de fondeo mayorista menos estables. El acceso al fondeo puede ser incierto durante los períodos de estrés de mercado. La duración del fondeo puede no ser proporcional al vencimiento promedio de los activos de la cartera. Fondeo significativamente garantizado, con algún gravamen sobre los activos de balance. Es posible que los planes de contingencia no sean suficientes.	repentinos en la opinión de los acreedores. El acceso a fondeo durante períodos de estrés de mercado es muy incierto. La duración del fondeo no es proporcional al vencimiento promedio de los activos de la cartera. Fondeo altamente garantizado, con gravamen significativo sobre los activos de balance. Se presentan concentraciones de vencimiento a corto plazo. Los planes de contingencia no existen.	plazo. Fondeo totalmente garantizado y balance totalmente gravado. Se presentan importantes concentraciones de vencimiento a corto plazo. Los planes de contingencia no existen.
---	---	---	---	--	--	--

Fuente: Fitch Ratings.

II.5.e Compañías de Infraestructura del Mercado Financiero

La evaluación del perfil financiero de Fitch para las compañías de infraestructura del mercado financiero (FMI; siglas en inglés) considera los siguientes subfactores:

- capitalización y apalancamiento;
- fondeo, liquidez y cobertura;
- ganancias y rentabilidad;
- exposición a riesgo de contraparte.

Características Típicas y Consideraciones Analíticas del Subsector de FMI

	Bolsas de Valores	Cámaras de Compensación	CSD Sin Licencia Bancaria	CSD con Licencia Bancaria
Actividades Principales	Operar en el mercado para comprar o vender instrumentos financieros listados, difundir información comercial y proporcionar datos de mercado.	Compensar y liquidar transacciones ejecutadas en una bolsa, realizar comparaciones comerciales, actuar como agente, principal o garante en operaciones liquidadas.	Liquidar transacciones, proporcionar custodia de valores, actuar como agente de pago y transferencia, proporcionar servicios de mantenimiento de registros.	Además de las actividades similares a las de los CSD sin licencias bancarias, también reciben depósitos y proporcionan líneas de crédito por sobregiro a los clientes.
Riesgos Principales	Operativo	Contraparte	Operativo	Operativo, contraparte
Grado de Riesgo del Balance Financiero	Limitado	Limitado, aparte de los fondos consolidados de garantía	Limitado	Presente, pero a menudo de bajo riesgo
Grado de Riesgo de Contraparte	Limitado	Sustancial	Limitado	Modesto
Métricas Principales de Capitalización y Apalancamiento	Deuda / EBITDA	Deuda / EBITDA, complementada con una suficiencia de fondo de garantía	Deuda / EBITDA	Capital base frente a riesgos ponderados; índices regulatorios
Métricas Principales de Ganancias y Rentabilidad	Margen de EBITDA, gastos de capital/ingresos	Margen de EBITDA, gastos de capital/ingresos	Margen de EBITDA, gastos de capital/ingresos	Costos de operación en relación con las comisiones
Principal Metodología Maestra de Calificación	Metodología de Calificación de Instituciones Financieras No Bancarias	Metodología de Calificación de Instituciones Financieras No Bancarias	Metodología de Calificación de Instituciones Financieras No Bancarias	Metodología de Calificación de Bancos

Fuente: Fitch Ratings.

Capitalización y Apalancamiento: Compañías de Infraestructura del Mercado Financiero

Atributo	Fundamental Contra Complementario	Descripción
Deuda Bruta/ EBITDA	Fundamental	Fitch se enfoca principalmente en las métricas de apalancamiento del flujo de efectivo al evaluar las FMI debido al bajo uso de balance financiero de sus negocios. En estos casos, la amortización de la deuda probablemente esté en función del flujo de efectivo generado por la compañía, en lugar de la liquidación de garantías o la monetización de activos en el balance. Fitch define el apalancamiento del flujo de efectivo como deuda bruta respecto al EBITDA. Fitch puede enfocarse en la deuda neta/EBITDA, cuando el efectivo se reserva para el servicio de la deuda a corto plazo. Si procede, Fitch puede evaluar de manera adicional la deuda ajustada por arrendamiento al EBITDAR para tener en cuenta los gastos de arrendamiento operativo relevantes. Con este enfoque, Fitch ajusta la deuda bruta y agrega el valor actual neto de los pagos futuros de arrendamiento, o 8.0x el gasto corriente de arrendamiento y ajusta el EBITDA al sumar el gasto corriente de arrendamiento.
Deuda Bruta/Capital Tangible	Complementario	Para las cámaras de compensación, Fitch considera las métricas de apalancamiento del flujo de efectivo, especialmente en los casos en los que una cámara de compensación no toma posesión legal de los depósitos de margen, pero también revisa las métricas de apalancamiento del balance financiero, la creación de márgenes y las contribuciones de los fondos de garantía en relación con la exposición a las contrapartes. Con respecto a las métricas de apalancamiento del balance financiero, Fitch considera principalmente la deuda bruta sobre capital tangible. Como resultado de la consolidación, las fusiones y las adquisiciones, una cantidad sustancial de crédito mercantil se registra en los balances financieros de muchas FMI, que Fitch deduce cuando calcula las métricas de apalancamiento del balance financiero.

Estructura y Gastos de Capital	Complementario	La evaluación de Fitch sobre la suficiencia del capital también tomará en consideración la estructura de capital y los requisitos regulatorios de las FMI, según corresponda. Fitch también considera el flujo de efectivo libre en relación con la deuda bruta, con el fin de evaluar el apalancamiento del flujo de efectivo neto del monto de gastos de capital que están realizando las FMI para mantener y actualizar las plataformas tecnológicas.
Capital fuera de la Cascada de Incumplimiento	Complementario	Dado que una cámara de compensación soporta todas las pérdidas que no están asociadas al incumplimiento de un miembro liquidador, Fitch también puede evaluar el capital disponible fuera de la cascada para administrar las posibles pérdidas fuera del mecanismo de compensación. Estas pérdidas podrían incluir pérdidas en el colateral de margen o pérdidas/deterioros asociados a adquisiciones.

Fuente: Fitch Ratings.

Valores de Referencia de Capitalización y Apalancamiento: Compañías de Infraestructura del Mercado Financiero

	aa o mayor	a	bbb	bb	b o menor
Deuda Bruta/EBITDA (x)	x<0.5	0.5≤x<2.0	2.0≤x<3.5	3.5≤x<5.5	x≥5.5

Fuente: Fitch Ratings.

Métricas de Capitalización y Apalancamiento: Compañías de Infraestructura del Mercado Financiero

Métrica	Fundamental Contra Complementario
Deuda Bruta/EBITDA	Fundamental
Flujo de Efectivo Libre/Deuda Bruta	Complementario
Deuda Bruta/Capital Tangible	Complementario

Fuente: Fitch Ratings.

Fondeo, Liquidez y Cobertura: Compañías de Infraestructura del Mercado Financiero

Atributo	Fundamental Contra Complementario	Descripción
EBITDA/Gastos por intereses	Fundamental	Fitch evalúa el fondeo, la liquidez y la cobertura de las FMI principalmente en función de la cobertura de los intereses. Si procede, Fitch evalúa también el EBITDAR de arrendamiento para contabilizar los gastos de arrendamiento operativo.
Fuentes de Fondeo Contingente	Complementario	Bajo condiciones normales de operación, una bolsa de valores o CSD sin licencia bancaria tiene requerimientos de liquidez limitados y depende principalmente de los flujos de efectivo operativos para respaldar los gastos de capital y los vencimientos de deuda de corto plazo. Los requerimientos de liquidez pueden aumentarse durante los períodos de estrés y, como tal, Fitch considera fuentes de fondeo contingentes como líneas de crédito proporcionales con los gastos de capital y los objetivos corporativos generales. Los vencimientos significativos a corto plazo y/o los vencimientos concentrados en un período de tiempo determinado pueden limitar la calificación. Por otro lado, las cámaras de compensación tienen necesidades de liquidez diferentes relacionadas con las funciones de liquidación y compensación en caso de una interrupción temporal del mercado o un incumplimiento de un banco de custodia o un miembro de liquidador. Por lo tanto, Fitch considera el monto de fondeo contingente disponible, incluido el acceso a las líneas de crédito comprometidas, el tamaño de las líneas disponibles, para qué productos ofrecidos se pueden utilizar las líneas y los valores en efectivo e inversión sin restricciones en el balance financiero.
Cumplimiento de Covenants	Complementario	Fitch revisará el cumplimiento de FMI con las <i>covenants</i> (financieros y negativos) relacionados con las líneas de crédito y deuda. Es probable que el incumplimiento de las <i>covenants</i> de deuda influya negativamente en la evaluación del fondeo, la liquidez y la cobertura de Fitch, a menos que la evaluación ya refleje una alta probabilidad de incumplimiento.
Razón de Pago de Dividendos	Complementario	Muchas FMI distribuyen alguna parte de sus ganancias, ya sea a una compañía matriz o a accionistas públicos o privados, que corresponde a un uso de efectivo. Para la razón de pago de dividendos, Fitch se enfoca en medidas combinadas, que incluyen tanto dividendos como recompras de acciones netas, para evaluar el impacto en la liquidez.
Características del Modelo de Negocio	Complementario	Algunas cámaras de compensación asumen la propiedad legal de los depósitos de margen. En dichos casos, Fitch considerará el porcentaje de activos líquidos en relación con las salidas de capital potenciales y el nivel histórico y la fluctuación de los depósitos de los clientes en el momento de evaluar la liquidez de la cámara de compensación.

Fuente: Fitch Ratings.

Valores de Referencia de Fondeo, Liquidez y Cobertura : Compañías de Infraestructura del Mercado Financiero

	aa y mayor	a	bbb	bb	b y menor
EBITDA/Gastos por Intereses (x)	x>15	10<x≤15	6<x≤10	3<x≤6	x≤3

Fuente: Fitch Ratings.

Métricas de Fondeo, Liquidez y Cobertura: Compañías de Infraestructura del Mercado Financiero

Métrica	Fundamental contra Complementario
EBITDA/Gastos por intereses	Fundamental
Efectivo no restringido y valores negociables (de inversión) /Deuda a corto plazo	Complementario
Deuda de Corto Plazo/Deuda Total	Complementario

Fuente: Fitch Ratings.

Ganancias y Rentabilidad: Compañías de Infraestructura del Mercado Financiero

Atributo	Fundamental Contra Complementario	Descripción
EBITDA/Ingresos Totales	Fundamental	Una medida clave de rentabilidad para las bolsas de valores, las cámaras de compensación y los CSD sin licencias bancarias es el margen de EBITDA, definido como EBITDA dividido por los ingresos totales. Fitch evalúa la confiabilidad y variabilidad de estos márgenes a lo largo del tiempo para evaluar la sensibilidad a las condiciones del mercado.
Estabilidad y Diversificación y de las Ganancias	Complementario	Para las FMI que no son propiedad de un miembro, Fitch evalúa la capacidad de generar ganancias a través de varios ciclos de mercado. Fitch considera si los ingresos dependen en gran medida de los volúmenes de transacciones (ejecutados, compensados o liquidados), que son impulsados por las condiciones del mercado y contemplan las tendencias con un horizonte a largo plazo. Fitch también evalúa fuentes de ingresos no transaccionales, como datos de mercado y servicios de información, que pueden ayudar a diversificar y estabilizar el desempeño en los ciclos del mercado. Fitch también evalúa las contribuciones de ingresos por producto y área geográfica, los ingresos por clase de activo en relación con el volumen (tasa por contrato), la volatilidad de los ingresos y la volatilidad del volumen. Fitch también revisa los controles de costos, la flexibilidad y variabilidad de los gastos y el desempeño en relación con sus pares. Por último, para las cámaras de compensación que asumen la propiedad legal de los depósitos de margen, Fitch también puede considerar el grado en que los ingresos netos por intereses contribuyen a la estabilidad y diversidad de las ganancias.
Gastos de Capital	Complementario	Fitch considerará las tendencias en los gastos de capital como un porcentaje de depreciación y amortización para determinar el grado de reinversión en el negocio a través de los ciclos. La magnitud del indicador no es necesariamente tan importante como el hecho de que sea positivo (lo que implica una mayor inversión en el negocio), neutral (lo que implica una reinversión equilibrada en el negocio) o negativo (lo que implica una inversión reducida en el negocio).
Características del Modelo de Negocio	Complementario	Cuando se analiza la rentabilidad de las FMI, es necesario determinar si la entidad está operando como entidad que maximiza las ganancias o no. Si no se trata de una entidad que maximice las ganancias (es decir, es propiedad de un miembro), es probable que se centre en los controles de costos (manteniendo unos costos de ejecución, compensación o liquidación bajos) y los resultados en el punto de equilibrio. El exceso de ganancias en forma de dividendos o reembolsos generalmente se devuelve a los propietarios. En estos casos, Fitch evaluará la capacidad de una FMI para limitar los pagos a sus propietarios y miembros durante las condiciones marcadas de estrés, lo que podría influir positivamente en la evaluación de ganancias y rentabilidad.

Fuente: Fitch Ratings.

Métricas de Ganancias y Rentabilidad: Compañías de Infraestructura del Mercado Financiero

Métrica	Fundamental contra Complementario
EBITDA/Ingresos Totales	Fundamental
Tasa por Contrato	Complementario
Gasto de Capital/Ingresos	Complementario
Gasto de Capital/Depreciación y Amortización	Complementario

Fuente: Fitch Ratings.

Valores de Referencia de Ganancias y Rentabilidad: Compañías de Infraestructura del Mercado Financiero

(%)	aa y mayor	a	bbb	bb	b y menor
EBITDA/Ingresos Totales	x>50	30<x≤50	20<x≤30	10<x≤20	x≤10

Fuente: Fitch Ratings.

Exposición a Riesgo de Contraparte: Compañías de Infraestructura del Mercado Financiero

Atributo	Fundamental Contra Complementario	Descripción
Concentración de Miembros	Fundamental	Con respecto a las cámaras de compensación, Fitch evalúa las concentraciones de los miembros liquidadores y los pasos que debe seguir la cámara de compensación para monitorear y minimizar la exposición a los miembros liquidadores individuales. Fitch revisa las contribuciones a los fondos de garantías por parte de los miembros de la cámara de compensación, las 10 principales exposiciones a contrapartes, la cobertura de los fondos de la garantía de las exposiciones más grandes de contrapartes y los depósitos de margen (por clase de activo) en comparación con los volúmenes respectivos.
Límites y Remediación	Complementario	Fitch también revisa los límites de las cámaras de compensación para los miembros de compensación y las medidas adoptadas cuando se infringen los límites.

Fuente: Fitch Ratings.

Perfil Financiero: Compañías de Infraestructura del Mercado Financiero

	aaa	aa	a	bbb	Bb	b	ccc y menores
Capitalización y Apalancamiento	La capitalización y el apalancamiento son extremadamente fuertes y proporcionales al riesgo. La capitalización y el apalancamiento se mantienen con holgura muy significativa respecto a los mínimos regulatorios o en comparación con los de las instituciones pares. Los objetivos de capital y apalancamiento incorporan la capacidad de resistir <i>shocks</i> severos.	La capitalización y el apalancamiento son fuertes y proporcionales al riesgo. La capitalización y el apalancamiento se mantienen con holgura amplia sobre los mínimos regulatorios o en comparación con los de las instituciones pares. Los objetivos de capital y apalancamiento incorporan la capacidad para resistir <i>shocks</i> significativos.	Los niveles de capitalización y apalancamiento se mantienen con holgura sólida sobre los mínimos regulatorios y generalmente por encima de los de instituciones pares. Los niveles de capital y apalancamiento pueden ser relativamente más volátiles, pero, probablemente, solo se vean afectados modestamente por <i>shocks</i> significativos de la calidad de activos y valor de mercado.	La capitalización y el apalancamiento pueden no ser completamente proporcionales al riesgo. La capitalización y el apalancamiento se mantienen con holgura satisfactoria sobre los mínimos regulatorios y generalmente alineados con los de instituciones pares. Los niveles de capital y apalancamiento pueden ser más vulnerables a <i>shocks</i> significativos.	La capitalización y el apalancamiento no son completamente proporcionales al riesgo. La capitalización y el apalancamiento se mantienen con holgura moderada sobre los mínimos regulatorios y pueden estar por debajo de los de instituciones pares. El capital y el apalancamiento son altamente vulnerables a <i>shocks</i> significativos, pero pueden resistir <i>shocks</i> moderados.	La capitalización y el apalancamiento no son proporcionales al riesgo. La capitalización y el apalancamiento son bajos, y la holgura por encima de los mínimos regulatorios es pequeña. Los niveles de capital y apalancamiento pueden estar muy por debajo de los de las instituciones pares y ser altamente vulnerables a <i>shocks</i> .	La capitalización y el apalancamiento tienen deficiencias claras que ya han requerido o pueden requerir de inyecciones de capital.
Fondeo, Liquidez y Cobertura	Los flujos de efectivo operativos y niveles de	Los flujos de efectivo operativos y los niveles de	Los flujos de efectivo operativos y los niveles de	Los flujos de efectivo operativos y los niveles de	Los flujos de efectivo operativos y los niveles de	Los flujos de efectivo operativos y los niveles de	No hay flujos de efectivo operativos ni niveles de

	liquidez son extremadamente sólidos en relación con los gastos de capital, las necesidades operativas y los vencimientos de deuda a corto plazo. El perfil de vencimiento de la deuda es extremadamente diverso. Las líneas de crédito y fondeo contingente son más que suficientes para el modelo de negocio y los requerimientos de liquidez.	liquidez son muy sólidos en relación con los gastos de capital, las necesidades operativas y los vencimientos de deuda a corto plazo. El perfil de vencimiento de la deuda es altamente diverso. Las líneas de crédito y fondeo contingente son consistentes con el modelo de negocio y los requerimientos de liquidez.	liquidez son sólidos en relación con los gastos de capital, las necesidades operativas y los vencimientos de deuda a corto plazo. El perfil de vencimiento de la deuda es muy diverso. Las líneas de crédito y fondeo contingente son consistentes con el modelo de negocio y los requerimientos de liquidez.	liquidez son sólidos en relación con los gastos de capital, las necesidades operativas y los vencimientos de deuda a corto plazo. El perfil de vencimiento de la deuda es diverso. Las líneas de crédito y fondeo contingente suelen ser capaces de respaldar el modelo de negocio y los requerimientos de liquidez.	liquidez son limitados en relación con los gastos de capital, las necesidades operativas y los vencimientos de deuda a corto plazo. El perfil de vencimiento de la deuda es modestamente concentrado. Las líneas de crédito y fondeo contingente son adecuados para respaldar el modelo de negocio y los requerimientos de liquidez.	liquidez son muy limitados en relación con los gastos de capital, las necesidades operativas y los vencimientos de deuda a corto plazo. Están presentes las concentraciones de vencimiento a corto plazo. Las líneas de crédito y fondeo contingente son mínimas y puede que no satisfagan los requerimientos de liquidez.	liquidez en relación con los gastos de capital, las necesidades operativas y los vencimientos de deuda a corto plazo. Existen concentraciones importantes de vencimientos a corto plazo. No hay acceso a líneas de crédito ni de fondeo contingente.
Ganancias y Rentabilidad	Las ganancias y rentabilidad son altamente predecibles a través de los ciclos económicos. Las métricas de rentabilidad son proporcionales a la naturaleza no propensa al riesgo y son consistentemente superiores a las de instituciones pares comparables.	Las ganancias y rentabilidad son muy predecibles a través de múltiples ciclos económicos. Las métricas de rentabilidad son proporcionales a un riesgo muy bajo, pero pueden variar modestamente. Las métricas de rentabilidad suelen ser superiores a las de instituciones pares comparables.	Las ganancias y la rentabilidad son moderadamente variables a través de los ciclos económicos. Las métricas de rentabilidad son proporcionales a un riesgo bajo, aunque sujetas a variabilidad. La rentabilidad es generalmente mejor que los amplios promedios de la industria.	Las ganancias y la rentabilidad pueden ser variables a través de los ciclos económicos. Las métricas de rentabilidad reflejan riesgo inherente o un ambiente altamente competitivo y pueden estar sujetas a una variabilidad mayor. La rentabilidad es acorde con relación con los promedios de la industria general.	Las ganancias y la rentabilidad pueden ser altamente variables a través de los ciclos económicos. Las métricas de rentabilidad pueden no reflejar completamente el riesgo inherente y están sujetas a variabilidad. La rentabilidad está muy por debajo del promedio con relación con los promedios de la industria general.	Las ganancias y la rentabilidad son volátiles y están altamente relacionadas con los ciclos económicos. Las métricas de rentabilidad pueden no reflejar completamente el riesgo inherente y están sujetas a variabilidad. La rentabilidad está muy por debajo del promedio con relación con los promedios de la industria general.	Puede ser estructuralmente no rentable ya sea en términos de lo reportado o de operación. El retorno al punto de equilibrio o una rentabilidad sostenible es altamente incierto.

Continúa en la siguiente página.
Fuente: Fitch Ratings.

Perfil Financiero: Compañías de Infraestructura del Mercado Financiero (continuación)

	aaa	aa	a	bbb	bb	b	ccc y menores
Exposición a Riesgo de Contraparte	Concentración de miembro liquidador muy limitada. El fondo de garantía cubre la pérdida por incumplimiento simultáneo de al menos dos de sus miembros liquidadores más grandes. Nivel de colateral adecuado para cubrir requerimientos de margen y fondos garantizados. Inversión extremadamente prudente de fondos excedentes y ampliación	Concentración de miembro liquidador limitada. El fondo de garantía cubre la pérdida por incumplimiento simultáneo de al menos dos de sus miembros liquidadores más grandes. Nivel de colateral adecuado para cubrir requerimientos de margen y fondos garantizados. Inversión prudente de fondos excedentes y ampliación del crédito para facilitar la liquidación.	Concentración de miembro liquidador promedio. El fondo de garantía cubre la pérdida por incumplimiento simultáneo de solo dos de sus miembros liquidadores más grandes. Nivel de colateral satisfactorio para cubrir los requerimientos de margen y fondos garantizados. Inversión menos prudente de los fondos excedentes y ampliación del crédito para facilitar la liquidación.	Concentración de miembro liquidador promedio. El fondo de garantía cubre la pérdida por incumplimiento simultáneo de solo dos de sus miembros liquidadores más grandes. Nivel de colateral satisfactorio para cubrir los requerimientos de margen y fondos garantizados. Inversión prudente de los fondos excedentes y ampliación del crédito para facilitar la liquidación.	Concentración de miembro de compensación por encima del promedio. El fondo de garantía cubre la pérdida por incumplimiento de su miembro liquidador más grande. Nivel de colateral suficiente para cubrir los requerimientos de margen y fondos garantizados. Inversión agresiva de fondos excedentes y ampliación del crédito para facilitar la liquidación.	Concentración de miembro liquidador significativa. El fondo de garantía no cubre la pérdida por incumplimiento del miembro liquidador más grande. Nivel de garantía insuficiente de colateral para cubrir los requerimientos de margen y fondos garantizados. Inversión muy agresiva de fondos excedentes y ampliación del crédito para facilitar la liquidación.	

del crédito para facilitar la liquidación.

Fuente: Fitch Ratings.

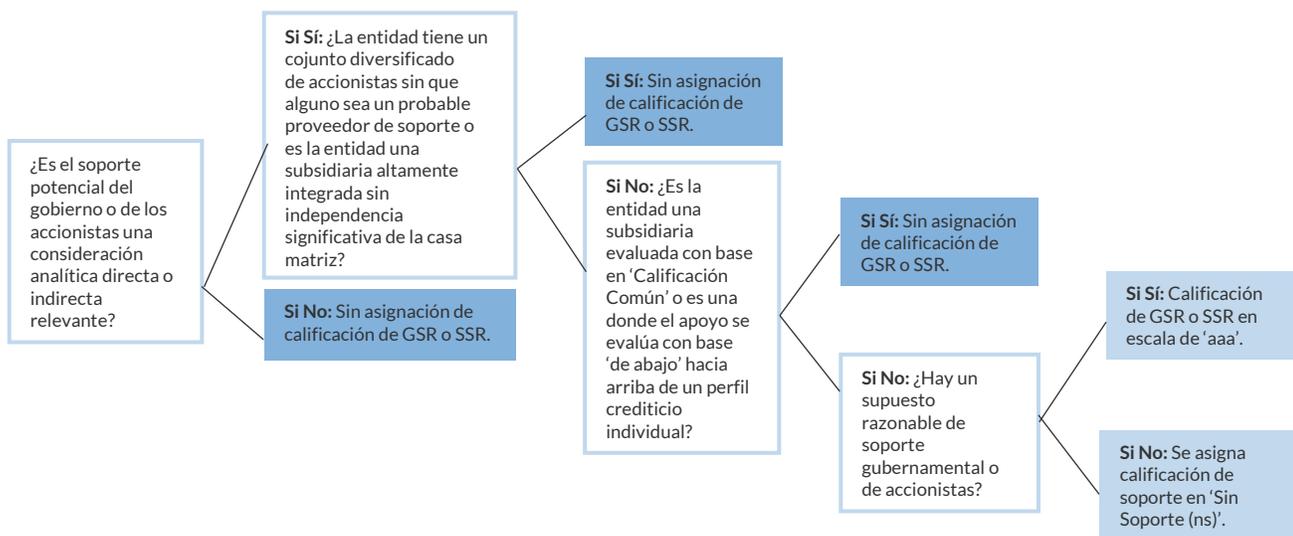
III. Soporte

A diferencia de los bancos, la mayoría de las instituciones financieras no bancarias no recibe con frecuencia soporte gubernamental extraordinario que le permita seguir cumpliendo con sus obligaciones en caso de quiebra. Según se indica en la Sección I de este reporte, la fuente más común de soporte de las instituciones financieras no bancarias son los accionistas siendo mucho menos común el apoyo de las autoridades gubernamentales. Cuando el apoyo gubernamental es una consideración analítica relevante, refleja la importancia sistémica de la entidad o su papel en el apoyo a los objetivos de política.

Para el subconjunto limitado de instituciones financieras no bancarias para las cuales el soporte potencial gubernamental o de los accionistas soporte una consideración analítica relevante, la opinión de Fitch sobre la probabilidad de que el soporte esté disponible en caso de necesidad se refleja en el GSR o SSR de una compañía. De este subconjunto, cuando no existe una suposición razonable de que es probable que un emisor dado reciba soporte extraordinario, se asigna 'Sin apoyo (ns)'.

No se asignará un GSR o SSR cuando Fitch no siga el enfoque "más alto de" al evaluar el respaldo, cuando los accionistas sean diversos sin un proveedor de respaldo creíble, las subsidiarias califiquen con un enfoque de calificación común o cuando haya subsidiarias altamente integradas sin un respaldo significativo. La sección III.1 a continuación se centra en el soporte gubernamental y la sección III.2 se centra en el soporte de los accionistas.

Consideraciones al Asignar Calificaciones de Soporte Gubernamental o de Accionistas a Instituciones Financieras No Bancarias



Calificación de soporte de Accionistas/Gobierno o Sin Soporte (NS; No Support) asignada.

Calificación de soporte de Accionistas/Gobierno no asignada.

Fuente: Fitch Ratings

III.1. Soporte Gubernamental

Al evaluar la probabilidad de soporte extraordinario de gobierno para una institución financiera no bancaria, Fitch se enfoca principalmente en la asistencia potencial de las autoridades nacionales del país en donde el emisor tiene su domicilio. Esto se debe a que son las autoridades nacionales de la institución financiera no bancaria las que con más probabilidad tendrán tanto un incentivo para prevenir que la entidad incumpla, como los poderes regulatorios y legales para intervenir. Sin embargo, en algunos casos, Fitch también evalúa la posibilidad de que el soporte para una institución financiera no bancaria que está fallando provenga de una combinación de autoridades soberanas nacionales, autoridades regionales o instituciones públicas internacionales.

Las decisiones de soporte gubernamental para instituciones financieras no bancarias pueden con frecuencia ser dirigidas por una evaluación de la función de política de la entidad directa o indirectamente (por ejemplo, una subsidiaria de una entidad estatal) en lugar de por su importancia sistémica, aunque algunas instituciones financieras no bancarias cuyas actividades son más semejantes a las de los servicios públicos financieros pueden tener un mayor potencial para exhibir la importancia sistémica.

El punto de partida de Fitch para determinar un GSR es la IDR en moneda extranjera de largo plazo del soberano. Aunque la calificación soberana refleja la opinión de Fitch solo sobre la probabilidad de que el gobierno pague su propia deuda, en la práctica esto suele estar relacionado estrechamente con su flexibilidad financiera más amplia y, por tanto, con la capacidad de brindar apoyo al sector financiero. En consecuencia, cuando Fitch considera que la propensión del gobierno a brindar soporte es alta, la GSR suele estar cerca del nivel de la calificación soberana, como se muestra en la siguiente tabla.

Calificación Típica de Soporte Gubernamental Donde la Propensión de Soporte es Alta

Calificación Soberana en Moneda Extranjera	GSR Típicas en Caso de Propensión de Soporte Alta
AAA, AA+	A+ a A-
AA, AA-	A o A-
Categoría A	1-2 niveles por debajo de la calificación soberana
Categoría BBB	0-2 niveles por debajo de la calificación soberana
Categoría BB	0-1 nivel por debajo de la calificación soberana
Categoría B y más bajas	Igualada con la calificación soberana

Fuente: Fitch Ratings.

Para determinar dónde asignar el GSR de un emisor individual dentro o fuera de los rangos indicados en la tabla anterior, Fitch considera los factores descritos en la tabla siguiente (Factores Clave al Asignar Calificación Soporte Gubernamental), que se enfocan en la capacidad y propensión del soberano para proporcionar soporte al sistema financiero y al emisor en particular. Cuando un factor se califica como positivo, esto sustenta que el GSR se asigne en el extremo superior (o por encima) del rango típico. Por el contrario, cuando un factor se puntúa como negativo, esto sustenta que el GSR se asigne en la parte inferior (o por debajo) del rango.

III.1.1 Capacidad del Gobierno para Proveer Soporte

Importancia de esta Evaluación: Para que una institución financiera no bancaria reciba soporte del gobierno, el soberano debe, por definición, ser capaz de y estar dispuesto a proveerlo. Cuando la capacidad del soberano para proveer el soporte esté más limitada, el soporte generalmente será menos probable, lo que resultaría en una GSR inferior o ausente.

Al evaluar la capacidad de un gobierno de proveer soporte, el punto de partida de Fitch son las propias calificaciones del soberano (o potencialmente una Opinión de Crédito de Fitch si la opinión está en la categoría 'B' o menor). La calificación soberana usada es casi siempre la del país en la que la entidad está domiciliada, pero a veces puede ser una calificación subnacional y/o un soberano tercero con un interés en dar soporte a la institución financiera no bancaria.

En raros casos en los que Fitch no asigna una calificación de crédito o una Opinión de Crédito al soberano, Fitch no asignará una GSR (sin una evaluación) o asignará '5/Sin Piso' (por ejemplo, por una incapacidad de evaluar fidedignamente la calidad crediticia del soberano o si hay preocupaciones por la propensión/capacidad de soporte del soberano). Aunque las calificaciones del soberano reflejan la visión de Fitch solamente respecto a la probabilidad de que el gobierno cumpla con su propia deuda, en la práctica esto usualmente está correlacionado estrechamente con su mayor flexibilidad financiera y, por lo tanto, su capacidad de proveer soporte a instituciones financieras.

Las GSR típicos en cada nivel de calificación soberana y suponiendo una alta propensión al respaldo del gobierno se describen en la tabla Calificación Típica de Soporte Gubernamental cuando la Propensión de Soporte es Alta.

Factores Clave al Asignar Calificación Soporte Gubernamental^a

	Factor	Positivo (GSR Mayor)	Neutral	Negativo (GSR Menor)
	Tamaño del sistema financiero con relación con la economía	Pequeño	Promedio	Grande
	Tamaño del problema potencial	Baja vulnerabilidad del sector financiero a grandes pérdidas en recesión	Vulnerabilidad moderada del sector financiero a grandes pérdidas en recesión	Alta vulnerabilidad del sector financiero a grandes pérdidas en recesión
Capacidad del Soberano para Proveer Soporte	Estructura del sistema financiero	Concentración baja, propiedad principalmente de accionistas fuertes	Concentración moderada, alguna propiedad en manos de accionistas fuertes	Concentración alta, propiedad limitada por parte de accionistas fuertes
	Estructura de pasivos del sistema financiero	Financiamiento predominantemente de largo plazo/estable en moneda local	Inestabilidad moderada de financiamiento y/o pasivos en moneda extranjera	Financiamiento considerable de corto plazo en moneda extranjera
	Flexibilidad financiera del soberano (para el nivel de calificación)	Superior (por ejemplo, deuda baja, grandes reservas de moneda extranjera y/o buen acceso a mercado)	Promedio (por ejemplo, deuda y reservas promedio y/o acceso razonable a mercado)	Débil (por ejemplo, deuda alta, reservas bajas de moneda extranjera y/o acceso incierto a mercado)

^aLos factores identificados en esta tabla determinan los niveles de GSR relativos a los rangos indicados en la tabla Calificación Típica de Soporte Gubernamental cuando la Propensión de Soporte es Alta". Pueden existir otras consideraciones relevantes para cada factor a las que no se hace referencia de manera explícita aquí.

Fuente: Fitch Ratings.

Factores Clave al Asignar Calificación Soporte Gubernamental^a (Continuación)

	Importancia sistémica o rol de política	Importancia sistémica excepcionalmente alta para el sistema financiero y riesgo de contagio; participaciones de mercado dominantes o rol de política altamente estratégico	Fuerte importancia para el sistema financiero y la economía; riesgo alto de contagio o rol de política significativo	Importancia sistémica moderada o baja, riesgo de contagio más limitado o rol de política limitado
Propensión del Soberano para dar Soporte a la Institución Financiera No Bancaria	Estructura de pasivo de las instituciones financieras	Posibilidades de rescate o <i>bail in</i> políticamente aceptables en acreedores sénior muy limitadas, si las hubiera	Fondeo extranjero/mayorista significativo, cuyo rescate o <i>bail in</i> podría ser políticamente aceptable en algunas circunstancias	Alto fondeo extranjero/mayorista, cuyo rescate o <i>bail in</i> podría ser políticamente aceptable en muchos escenarios
	Propiedad	Propiedad gubernamental estratégica o propietarios nacionales privados con fuertes relaciones gubernamentales	Propiedad gubernamental no estratégica o propietarios nacionales cuyas relaciones con el gobierno no son ni cercanas ni difíciles	Propiedad extranjera o propietarios nacionales con relaciones gubernamentales pobres
	Detalles de incumplimiento de la institución financiera no bancaria	n.a.	Es más probable que incumpla como resultado de actividades operativas usuales	Riesgo significativo de que el incumplimiento pueda resultar de debilidades del gobierno corporativo

^aLos factores identificados en esta tabla determinan los niveles de GSR relativos a los rangos indicados en la tabla Calificación Típica de Soporte Gubernamental cuando la Propensión de Soporte es Alta". Pueden existir otras consideraciones relevantes para cada factor a las que no se hace referencia de manera explícita aquí.

Fuente: Fitch Ratings.

III.1.1 Propensión del Gobierno para Proveer Soporte

Por lo general, las instituciones financieras no bancarias son menos propensas que los bancos a ser consideradas de importancia sistémica, especialmente si no son parte integral del sistema financiero de un país. Como resultado, es poco probable que la mayoría de las instituciones financieras no bancarias reciba apoyo gubernamental. Tener un rol de política directa o indirectamente es una razón más probable para que una institución financiera no bancaria reciba apoyo gubernamental, aunque la importancia sistémica y la interconexión con el sistema financiero son otras razones posibles para que el soberano considere apoyar a la institución financiera no bancaria.

III.2. Soporte de los Accionistas

Las calificaciones de Fitch de instituciones financieras no bancarias que sean subsidiarias pueden o no considerar una alta probabilidad de soporte de las matrices. En un extremo del espectro, a una subsidiaria financiera cautiva se le puede otorgar una alta probabilidad de soporte porque su existencia fortalece la franquicia, objetivos estratégicos y los prospectos de crecimiento de los ingresos de la matriz. El otro extremo del espectro podría ser una entidad a la que le sea otorgada una menor probabilidad de soporte porque existe principalmente para objetivos de rentabilidad, impuestos y/o diversificación.

Al determinar el soporte potencial para una institución financiera no bancaria subsidiaria por parte de su matriz, Fitch considera la capacidad y propensión de la matriz para proveer soporte y la capacidad de la subsidiaria para hacer uso del soporte de accionistas, como se describe en las secciones III.2.1 y III.2.2 a continuación.

III.2.1 Capacidad de la Matriz para Proveer Soporte a la Subsidiaria y Capacidad de la Subsidiaria para Utilizar el Soporte

Importancia de esta Evaluación: Para que una institución financiera no bancaria pueda recibir soporte de sus accionistas, el propietario debe, por definición, poder y desear proveerlo y la subsidiaria debe ser capaz de utilizar el soporte de accionistas para evitar incumplimiento.

IDR de la Matriz: La evaluación de Fitch de la capacidad de la matriz para brindar soporte a su subsidiaria inicia considerando las IDR de largo plazo de la matriz. Estas calificaciones limitan la capacidad de la matriz para proporcionar soporte, ya que Fitch no esperaría que se provea soporte a una subsidiaria cuando la matriz está en sí misma en incumplimiento. De manera adicional, otros factores como la regulación de la matriz/grupo y el tamaño relativo también pueden afectar la capacidad de la matriz para proveer soporte.

VR de la Matriz/Perfil Crediticio Individual: En los casos en que la IDR de largo plazo de la matriz deriva de un potencial soporte gubernamental, como cuando la matriz es un banco o una entidad perteneciente al Estado, Fitch considerará si será permitido que este soporte fluya a las subsidiarias, en particular a aquellas que estén operando en jurisdicciones extranjeras. En opinión de Fitch, los reguladores de la matriz tendrán en muchos casos incentivos bastante fuertes para permitir que el soporte fluya a las subsidiarias, debido al potencial impacto negativo del incumplimiento de una subsidiaria en las operaciones y la reputación del grupo.

Sin embargo, en los casos en que Fitch considere que hay incertidumbre significativa sobre el flujo del soporte a las subsidiarias, puede incrementar el *notching* entre las IDR de largo plazo de la matriz y de la subsidiaria en comparación con lo que se aplicaría generalmente dada la propensión de la matriz a proporcionar soporte. Cuando la agencia considera que existe una alta incertidumbre sobre el flujo de soporte a la subsidiaria, puede utilizar la VR de la matriz o la evaluación del perfil crediticio individual, en lugar de su IDR de largo plazo, como su calificación ancla al evaluar la capacidad de la matriz para proveer soporte a su subsidiaria. Los factores que se consideran de importancia alta en esta evaluación incluyen el papel de la subsidiaria en soportar los productos/servicios principales o el rol de política de la matriz, el tamaño de la subsidiaria en relación con la matriz, los posibles riesgos de contagio para la matriz y el nivel de integración.

Cuando la IDR de largo plazo de la principal subsidiaria operativa del grupo está escalonada al alza desde su VR (porque tiene un colchón amplio de deuda júnior y/o deuda de la controladora), la IDR de la matriz servirá usualmente como calificación ancla para las IDR de las subsidiarias

domésticas altamente integradas, y de subsidiarias internacionales altamente integradas cuando un colchón grande de deuda júnior haya sido también preposicionado o cuando existan otras características (por ejemplo, planes de resolución acordados) que signifiquen que la subsidiaria debería beneficiarse de los colchones de deuda de la matriz. De otra manera, las IDR de la subsidiaria serán escalonadas a la baja desde la VR de la matriz (ver la tabla de "Escalonamiento (*Notching*) de Subsidiarias" en la pág 102), lo que refleja la incertidumbre significativa sobre si los acreedores sénior de la subsidiaria se beneficiarán del colchón de deuda júnior de la controladora si está última falla. El tratamiento de Fitch de las instituciones financieras no bancarias que son subsidiarias de controladoras bancarias se detalla más ampliamente en la sección de Mejora dentro de un Grupo Bancario de la "Metodología de Calificación de Bancos".

Cuando sea posible, Fitch podrá consultar con los representantes de las autoridades reguladoras de la matriz para formar una opinión sobre si el soporte fluirá a la subsidiaria. Además, muchos de los factores que determinan la propensión de la matriz a proporcionar soporte a una subsidiaria (por ejemplo, importancia estratégica, regulación de la matriz/el grupo, integración y propiedad), muy probablemente también tendrán, en opinión de Fitch, influencia sobre la decisión del regulador de la matriz con respecto a la conveniencia de permitir que el soporte fluya a la subsidiaria.

Regulación de la Matriz/el Grupo: Las restricciones regulatorias significativas a nivel de matriz pueden reducir la fungibilidad de capital y la liquidez dentro de un grupo, en particular en situaciones de jurisdicciones cruzadas, lo que reduce la capacidad de la matriz para proveer soporte a una subsidiaria.

Por el contrario, los requisitos regulatorios para brindar soporte a las subsidiarias pueden influir positivamente en los niveles de las IDR asignadas a una subsidiaria, lo que tiene como consecuencia que ellos estén estrechamente alineados con aquellos de la matriz aun cuando la propensión de soporte pueda haber sido de otra manera baja. Los acuerdos formales o informales entre los reguladores de la matriz y subsidiarias, incluidos los planes de resolución acordados que contemplan que una subsidiaria esté dentro de un grupo de resolución de la matriz, podrían aumentar la probabilidad de que el soporte sea provisto.

Tamaño Relativo: En casos en los que las subsidiarias formen una parte relativamente grande del grupo consolidado, la matriz puede encontrar más difícil proveer soporte extraordinario suficiente y oportuno, incluso en casos en los que su propio balance (intrínseco) permanezca relativamente no comprometido. Este riesgo será mayor cuando Fitch considere que las necesidades de soporte de subsidiarias diferentes probablemente vayan a estar altamente correlacionadas, por ejemplo, porque operan en una región única. Cuando las subsidiarias sean grandes respecto al grupo consolidado, Fitch puede incrementar el *notching* entre las IDR de largo plazo de la matriz y subsidiaria, cuando las últimas deriven del soporte de los accionistas.

Calificaciones Comunes: En algunos casos, cuando una subsidiaria sea muy grande (por ejemplo, si representa más de 25% de los activos del grupo), la matriz puede no ser capaz de brindar soporte a la subsidiaria porque su balance simplemente no es suficientemente grande, no genera suficiente flujo de efectivo operativo o no tiene acceso significativo a mercados de capital. Además, dichas subsidiarias muy grandes tienden a estar altamente integradas con sus matrices en términos de administración, fungibilidad de balance y sistemas, lo que significa que los perfiles crediticios de la matriz y subsidiaria probablemente estén altamente correlacionados. En dichos casos, Fitch no basará las calificaciones de la subsidiaria en el soporte de la matriz, en su lugar asignará calificaciones "comunes", a la matriz y a la subsidiaria, para reflejar el hecho de que los perfiles crediticios no pueden ser separados significativamente.

Tanto las características de tamaño como de integración deben ser cumplidas para que las IDR comunes sean asignadas. Si una subsidiaria está altamente integrada, pero es relativamente pequeña y no hace una contribución significativa al perfil crediticio total del grupo, entonces su IDR, si es asignada, se basará ya sea en la calificación de su matriz (si se considera que el soporte de accionistas es probable) o en su propio perfil intrínseco (si el soporte de accionistas no se considera probable). Las VR comunes y, por lo tanto, las IDR, también podrían aplicarse a entidades hermanas o entidades en el mismo grupo, por ejemplo, bajo la estructura de una compañía controladora, cuando sus operaciones estén altamente integradas o sean

complementarias al funcionamiento del grupo o cuando la regulación realmente haga que las entidades dentro de un grupo sean responsables de las pérdidas de cada una.

Riesgos País Fitch considera si es que el riesgo país en la jurisdicción de la subsidiaria puede limitar su capacidad para utilizar el soporte de accionistas para servir sus obligaciones. Cuando los riesgos país son altos, las calificaciones de la subsidiaria pueden ser topadas a niveles significativamente más bajos que aquellos que podrían ser posibles basados en la capacidad y propensión de la matriz para proveer soporte. El techo país local, que captura el riesgo de transferencia y convertibilidad, casi siempre limitará la IDR de largo plazo en moneda extranjera, a menos que existan fuertes circunstancias mitigantes (por ejemplo, activos relevantes y flujos de efectivo que estén fuera del país y disponibles para el servicio de la deuda). Los riesgos país más amplios usualmente impiden que las IDR de largo plazo en moneda local y extranjera estén más de tres *notches* arriba de las del soberano. Para obtener más información, consulte el “[Anexo 3: Calificando IFNB por Encima del Soberano](#)”.

III.2.2 Propensión de la Matriz para Proveer Soporte a la Subsidiaria

Importancia de esta Evaluación: Aun si se considera que una matriz tiene la capacidad de proporcionar soporte a una subsidiaria, que lo haga o no dependerá de la propensión de la matriz para proporcionar soporte. En general, Fitch considera que las entidades prudencialmente reguladas que tienen un requisito regulatorio de proveer soporte a sus subsidiarias o entidades cuyas subsidiarias de instituciones financieras no bancarias respaldan el negocio principal de la matriz (por ejemplo, financieras de autos cautivas o instituciones que actúan como tesorerías de grupo) probablemente exhiban una mayor propensión para apoyar a instituciones financieras no bancarias subsidiarias que las matrices cuyas subsidiarias sean más parecidas a inversiones dirigidas por objetivos de ganancias, impuestos y/o diversificación.

Al evaluar la propensión de soporte, Fitch analiza los factores enlistados a continuación (ver también la tabla de [Escalonamiento \(Notching\) de las Subsidiarias](#)). En ausencia de restricciones de la capacidad (incluyendo el riesgo país), una subsidiaria que Fitch considera como “fundamental” tendrá usualmente calificaciones igualadas con las de la matriz; una subsidiaria vista como “estratégicamente importante” tendrá usualmente calificaciones un *notch* (pero en algunos casos, dos *notches*) por debajo de las de su matriz; y una subsidiaria vista como de “importancia limitada” estará calificada usualmente al menos dos *notches* por debajo de la matriz o con *notching* al alza desde su calificación intrínseca. Cuando una matriz ha adoptado un plan de resolución, Fitch podrá revisarlo buscando, en lo posible, indicadores de si es probable que la matriz apoye a la subsidiaria en caso necesario.

Un escalón de mejora desde la calificación individual de la compañía es más común cuando la inversión del accionista es una participación minoritaria no controladora o la participación se considera una inversión oportunista. Dos escalones de mejora desde la calificación individual de la compañía son posibles cuando la compañía tiene una alineación mayor de productos/servicios dentro de un grupo más amplio o apoya una iniciativa de política gubernamental, existe una alineación clara de gobierno corporativo y estratégica y/o la compañía se beneficia de una mejora acceso a la financiación como consecuencia de su accionista.

Rol en el Grupo: El rol de una subsidiaria en el grupo en general es a menudo un factor clave para determinar la propensión de la matriz de proveer soporte. Si la subsidiaria representa una parte fundamental e integral de los negocios del grupo, proporcionando algunos de los principales productos/servicios del grupo a los clientes en los mercados principales, la propensión de soporte será por lo general más alta que cuando la subsidiaria tiene sinergias limitadas con la matriz y no está operando en mercados claves. En algunos casos, la opinión de Fitch de la importancia estratégica del mercado en el que opera una subsidiaria tendrá en cuenta el rol de un grupo de subsidiarias. Un ejemplo puede ser una pequeña subsidiaria extranjera que es de importancia limitada por sí misma, pero es una de muchas subsidiarias que operan en una región estratégicamente importante para la matriz. Cuando la IDR de la matriz incorpora el apoyo gubernamental, Fitch considera el rol de la subsidiaria en apoyar el grupo más amplio en el cumplimiento de sus objetivos de política. Un nivel creciente de actividades no relacionadas con la política conduciría a escalonamientos más amplios.

Fitch generalmente calificará a las subsidiarias extranjeras que operan en mercados no estratégicos al menos un escalón por debajo de sus matrices. Esto refleja usualmente la menor importancia estratégica e integración de entidades extranjeras y el riesgo moderadamente menor de contagio de un incumplimiento de la subsidiaria extranjera, comparado con el de una entidad local. Esto también refleja de alguna manera la menor probabilidad de presión del

regulador de una matriz para proporcionar soporte a una subsidiaria extranjera, contrario a una subsidiaria local.

Por otro lado, Fitch frecuentemente igualará las calificaciones de una subsidiaria extranjera con las de su institución matriz cuando la subsidiaria opere en un mercado ampliamente considerado por la matriz como fundamental.

Potencial de Venta: Cuando el potencial para venta es muy bajo, por ejemplo, porque la venta de la subsidiaria alteraría significativamente la forma total del grupo y privaría al grupo de una parte clave de su negocio, es más probable que las calificaciones de la subsidiaria sean igualadas a las de la matriz. Cuando una subsidiaria podría más fácilmente ser separada del grupo y, en particular, cuando la entidad ya está en venta o está siendo preparada para la venta, Fitch usualmente considera la propensión de soporte como más débil.

Los riesgos del país también pueden afectar los prospectos financieros de largo plazo de una subsidiaria extranjera y, por lo tanto, debilitar el compromiso de una matriz para mantener su presencia en un país. Esto significa que las calificaciones de la subsidiaria están usualmente limitadas a no más de dos *notches* (tres *notches* cuando Fitch vea que el compromiso es muy robusto en un escenario soberano de alto estrés) por encima de la IDR del soberano aunque el techo país sea más alto.

Implicación de Incumplimiento de una Subsidiaria: La decisión de la institución matriz respecto a proveer soporte a una subsidiaria en muchos casos considerará los costos y beneficios a corto plazo de proporcionar (o no) el soporte. Si el incumplimiento de la subsidiaria constituyera un gran riesgo para la reputación de la matriz y pudiera debilitar su franquicia o incluso su viabilidad, la propensión de proveer soporte será a menudo mayor que cuando el riesgo por reputación es limitado y el impacto directo sobre la matriz sería contenable.

Integración: Un alto nivel de integración administrativa, operativa y de balance entre la matriz y la subsidiaria sería visto por Fitch usualmente como una indicación del compromiso estratégico de la matriz con la subsidiaria y del hecho de que el incumplimiento de la subsidiaria sería potencialmente más oneroso y costoso para la matriz. Estos factores típicamente resultarían en una mayor propensión de soporte en opinión de la agencia y, por lo tanto, en un menor *notching* o en la igualación de las calificaciones entre las IDR de largo plazo de la matriz y la subsidiaria. En particular, si la matriz provee una alta proporción del fondeo (distinto a capital) de la subsidiaria, esto podría elevar considerablemente el costo para la matriz del incumplimiento y quiebra potencial de la subsidiaria e incrementar el incentivo para proveer soporte.

Cuando el grado de integración entre la matriz y subsidiaria es muy alto, de tal forma que la última opere similarmente a una sucursal o sea efectivamente una entidad que opera como un libro para registrar operaciones (*booking entity*), Fitch puede igualar las IDR de largo plazo de la matriz y de la subsidiaria o asignarlas con un *notch* de diferencia.

Propiedad: Por lo general, Fitch no distingue entre la tenencia total o mayoritaria alta (más de 75%) en la evaluación de la propensión de la matriz para proveer soporte a una subsidiaria. Sin embargo, si un propietario minoritario tiene una participación relativamente grande (más de 25%), esto podría reducir moderadamente la percepción sobre la obligación moral de la matriz para apoyar unilateralmente a la subsidiaria y podría complicar y retrasar las decisiones sobre la provisión de soporte conjunto. Por lo tanto, será menos probable que Fitch iguale calificaciones cuando un accionista minoritario grande exista. Además, la agencia podría aumentar el *notching* en dos o más escalones, en lugar de uno, cuando las participaciones de accionistas mayoritarios y minoritarios estén cercanas a paridad o cuando algún elemento de competencia o confrontación exista entre los accionistas.

Historial de Soporte: Un historial fuerte de provisión de soporte oportuno extraordinario a una subsidiaria (u otras subsidiarias dentro del grupo) bajo un rango amplio de escenarios de estrés puede influir positivamente en la evaluación de Fitch sobre la propensión de una institución matriz para proveer soporte y, por lo tanto, limitar el *notching* de la IDR de largo plazo de una subsidiaria relativa a la de su matriz. Además, Fitch considera positivamente un nivel alto de soporte "ordinario", en el que una matriz opera una subsidiaria con liquidez amplia y, en particular, reservas de capital holgadas, en lugar de simplemente cumplir con los requerimientos regulatorios mínimos. Un historial de no provisión de soporte o ausencia de historial debido a una historia operativa limitada puede limitar el grado del alza por soporte de los accionistas.

En caso de incumplimiento del soberano local, el perfil intrínseco de una subsidiaria probablemente habrá sufrido deterioros significativos. El alza potencial de la calificación de una subsidiaria por encima de la calificación del soberano de su domicilio será, por lo tanto, usualmente limitada debido a cierta incertidumbre de que el compromiso del propietario para proporcionar soporte continuo permanezca en un escenario de incumplimiento del soberano. El alza será limitada normalmente a dos *notches* por encima de la IDR del soberano (o tres *notches* si Fitch considera el soporte muy robusto en un escenario de alto estrés del soberano) aun cuando el techo país sea más alto.

Desempeño y Prospectos de la Subsidiaria: Una subsidiaria con desempeño fuerte y generalmente con buenos prospectos usualmente, en opinión de Fitch, tiene de alguna forma más probabilidad de ser apoyada por su matriz que una subsidiaria con un historial de desempeño moderado o débil, con la posible excepción de las compañías que respaldan los objetivos del grupo más amplio o de política pública, en cuyo caso un desempeño financiero sólido puede no ser un objetivo principal. Un historial de desempeño débil o fallas de gobierno corporativo que conducen a brindar soporte extraordinario debilita la relevancia de cualquier rentabilidad históricamente fuerte al evaluar las perspectivas futuras. Esto puede ser particularmente relevante cuando las pérdidas se relacionan con actividades que no están alineadas con los objetivos de la matriz o de política gubernamental. **Marca:** Cuando una subsidiaria comparte marca con su institución matriz, esto puede ser señal de un compromiso mayor o una integración más alta de la subsidiaria con la matriz. La marca común también puede aumentar el riesgo por reputación para la matriz en caso de incumplimiento de una subsidiaria, lo que podría también incrementar la propensión de soporte.

Escalonamiento (Notching) de Subsidiarias

Notching en Relación con la Calificación de Accionistas^a			
	Fundamental/Igualado	Estratégicamente Importante/un Notch (o en Algunos Casos Dos)	Importancia Limitada/Dos o Más Notches^b
Capacidad del Accionista para Proveer Soporte y Capacidad de la Subsidiaria para Utilizar el Soporte			
Regulación del Accionista/Grupo	Regulador y/o regulación de la matriz probablemente apoyaría el soporte a la subsidiaria por la entidad matriz.	El regulador o la regulación de la matriz son neutrales en cuanto al soporte de la subsidiaria.	Matriz no regulada o el regulador/la regulación de la matriz puede restringir el soporte o existen implicaciones de capital/impuestos para el soporte que pueden ser muy onerosas.
Tamaño Relativo	Cualquier soporte requerido sería poco material en relación con la capacidad de la matriz para proveerlo.	Cualquier soporte requerido posiblemente sería manejable en relación con la capacidad de la matriz para proveerlo.	El soporte requerido podría ser considerable en relación con la capacidad de la matriz para proveerlo.
Riesgo País	El riesgo país no limita la capacidad de la subsidiaria para utilizar el soporte de accionistas.	El riesgo país (por ejemplo, riesgos de transferencia y convertibilidad) representa una restricción moderada en la capacidad de la subsidiaria para utilizar el soporte de accionistas.	El riesgo país (por ejemplo, riesgos de transferencia y convertibilidad) representa una restricción significativa en la capacidad de la subsidiaria para utilizar el soporte de accionistas.
Propensión de los Accionistas para Proveer Soporte			
Rol en el Grupo	Parte clave e integral del negocio del grupo; provee algunos de los productos/servicios fundamentales del grupo en la misma jurisdicción que la matriz o en los mercados fundamentales.	Sinergias fuertes con la matriz; provee productos/servicios en la jurisdicciones o mercados identificados como estratégicamente importantes.	Sinergias limitadas con la matriz, no opera en jurisdicciones o mercados objetivo o alineación baja con los objetivos de política de gobierno.
Potencial para la Venta	Una venta es muy difícil de concebir; la venta alteraría notablemente la forma general del grupo.	Sin planes de vender, aunque la venta no alteraría fundamentalmente la franquicia total del grupo; el riesgo país plantea dudas moderadas sobre el compromiso a largo plazo con la subsidiaria.	Candidato potencial para venta o podría ya estar en venta; el desplazamiento no sería sustancial para la franquicia del grupo; el riesgo país plantea dudas más relevantes sobre el compromiso a largo plazo con la subsidiaria.
Implicación del Incumplimiento de la Subsidiaria	El incumplimiento constituiría un riesgo por reputación alto para la matriz, y un daño muy alto a su franquicia.	Alto riesgo por reputación para la matriz, con potencial de impacto negativo significativo sobre otras partes del grupo.	El riesgo por reputación posiblemente sería contenible para la matriz.
Integración	Alto nivel de integración administrativa y operativa; capital y fondeo en gran medida fungibles.	Independencia administrativa significativa; algunas restricciones operativas/regulatorias sobre transferencias de capital y fondeo.	Independencia administrativa considerable; restricciones operativas/regulatorias significativas sobre transferencias de capital y fondeo.
Tamaño de Participación en la Propiedad	Propiedad total o gran participación mayoritaria (típicamente más de 75%).	Propiedad de menos de 75%, pero influencia limitada de accionistas minoritarios sobre las operaciones de la subsidiaria.	Propiedad de menos de 75% e influencia significativa de los accionistas minoritarios sobre las operaciones de la subsidiaria.
Historial de Soporte	El soporte es incuestionable, ya que refleja un alto nivel de integración y fungibilidad del capital/fondeo.	Provisión oportuna y suficiente de soporte cuando la necesidad ha surgido, o no se han presentado casos previos de necesidad de soporte; el riesgo país plantea preocupaciones moderadas sobre el soporte en un escenario de incumplimiento soberano.	El soporte ha sido provisto con algunos retrasos o ha sido moderado en volumen relativo a las necesidades de la subsidiaria o no se ha observado dado un historial operativo limitado; el riesgo país plantea preocupaciones más sustanciales sobre el soporte en un escenario de incumplimiento soberano.
Desempeño y Prospectos de la Subsidiaria	Historial largo y exitoso de apoyar los objetivos del grupo/política, que probablemente continúe.	Historial limitado de operación exitosa o moderados prospectos de largo plazo.	Historial débil de desempeño, cuestionamientos sobre la viabilidad de largo plazo del negocio, o fallas en gobierno corporativo que conlleven a un desempeño débil de las actividades no fundamentales/políticas.
Marca	Comparte misma marca que matriz.	Combina la marca de la matriz y propia.	Subsidiaria con marca independiente de la matriz.
Compromisos Legales	La matriz ha hecho compromisos legales fuertes para apoyar a la subsidiaria o existe un requisito regulatorio que establece el soporte.	La matriz ha hecho un compromiso no vinculante de apoyar a la subsidiaria.	La matriz no ha hecho ningún compromiso legal de apoyar a la subsidiaria.
Cláusulas de Incumplimiento Cruzado	Aceleración potencial de la deuda de la matriz provee un incentivo fuerte para evitar el incumplimiento de la subsidiaria,	La aceleración potencial de la deuda de la matriz provee un incentivo moderado para evitar el incumplimiento de la subsidiaria.	El incumplimiento de la subsidiaria no detonaría la aceleración de deuda de la matriz.

^a Indica diferencial típico entre la IDR de subsidiaria de largo plazo determinada por soporte y la IDR de largo plazo de la matriz. La subsidiaria podría ser calificada más alto que el nivel implícito por el soporte de los accionistas si tiene un perfil intrínseco o GSR superior. ^b Cuando Fitch considere que el apoyo es poco probable o altamente incierto, la IDR de largo plazo de una subsidiaria con importancia limitada puede basarse únicamente en su fortaleza intrínseca o tal vez aumentarse desde un nivel de calificación proporcional con su fortaleza intrínseca.
Fuente: Fitch Ratings.

Compromisos Legales: Una garantía incondicional e irrevocable, que contiene lenguaje específico sobre terceras partes beneficiarias y permite que los acreedores de la subsidiaria demanden el pago en contra el garante en caso de incumplimiento por parte de la subsidiaria, serviría también para crear un piso para la IDR de la subsidiaria y/o su deuda garantizada al mismo nivel que la del garante. En los casos en que dichas garantías se relacionen con la deuda emitida, pero no con la subsidiaria en sí, esto podría resultar en una diferencia de calificación entre la IDR de la subsidiaria (que refleja la importancia estratégica o la falta de la misma) y las calificaciones a nivel de emisión (que refleja y se alinea con la IDR o VR del garante).

Un contrato de soporte formal celebrado con la entidad matriz, por ejemplo, para mantener requisitos de capital y liquidez de una institución financiera no bancaria subsidiaria por encima de un umbral definido, será considerado moderadamente positivo para las calificaciones de la subsidiaria. Sin embargo, aunque ciertos contratos de soporte son legalmente vinculantes cuando están vigentes, son usualmente revocables y también pueden ser retirados si la subsidiaria es desinvertida, lo que significa que proveerán típicamente un alza muy limitado, si lo hubiera, para las calificaciones de una subsidiaria.

En casos raros, una subsidiaria puede estar incorporada con responsabilidad ilimitada, creando una obligación legal clara para la matriz de proveer soporte. En tales casos, sería probable que Fitch iguale las IDR de largo plazo de la subsidiaria y la matriz, a menos que existan limitaciones derivadas del riesgo país.

Los compromisos no vinculantes de matrices para apoyar a subsidiarias, como cartas de garantía públicas de la administración (por ejemplo, en prospectos de bonos), declaraciones estratégicas (por ejemplo, en reportes anuales) o cartas presentadas a reguladores de las subsidiarias, pueden ser positivos para la evaluación de soporte de Fitch al definir la intención de la administración y proveer potencialmente una obligación moral más fuerte de parte de la matriz para proveer soporte a la subsidiaria. Sin embargo, ya que dichos compromisos no vinculantes no son ejecutables, pueden tener, por lo general, un impacto limitado directo sobre las decisiones de calificación en y de sí mismos.

Cláusulas de Incumplimiento Cruzado: Las cláusulas de incumplimiento cruzado en contratos de fondeo de la matriz pueden especificar que un incumplimiento de la subsidiaria constituirá un evento de incumplimiento en las obligaciones de la matriz y, de este modo, otorgaría derechos de aceleración a los acreedores de la matriz. Si bien esto no crea alguna obligación para la matriz de proveer soporte a la subsidiaria, puede generar un incentivo importante para ello, elevando la propensión de proveer soporte. La fuerza de este incentivo dependerá, entre otras cosas, del volumen de obligaciones potencialmente sujetas a aceleración, de que los términos de la aceleración sean atractivos para los acreedores y, por lo tanto, sean ejercidos (por ejemplo, si el precio de redención estuviera por encima o por debajo del precio actual de mercado) y de que los acreedores puedan renunciar a sus derechos de aceleración, tal vez por una cuota.

Nivel de IDR de la Matriz: Cuando la IDR de largo plazo de una institución matriz está en un nivel bajo, de grado especulativo (típicamente en el rango 'B' o menor), es más probable que Fitch iguale las IDR de largo plazo de la matriz y subsidiaria. Esto refleja el hecho de que la diferencia en el riesgo de incumplimiento entre *notches* de calificación sucesivos se hace mayor en el extremo inferior de la escala de calificación, por lo que puede ser apropiado asignar a una matriz y subsidiaria, con un diferencial de riesgo relativamente bajo, los mismos niveles de IDR de largo plazo.

Calificaciones de Sucursales Extranjeras: Cuando se asignan IDR o calificaciones de deuda a sucursales extranjeras, Fitch las alinea con las IDR y las calificaciones de deuda de la matriz, a menos que existan restricciones de riesgo país porque son parte de la misma entidad legal. Aunque ciertas jurisdicciones como Estados Unidos y la Unión Europea tienen facultades para resolver los activos y pasivos de la sucursal por separado, Fitch normalmente esperaría una resolución coordinada de la entidad legal completa dirigida por las autoridades del país de su domicilio.

Es probable que las IDR en moneda extranjera de las sucursales estén limitadas por el techo país, ya que es probable que cualesquiera restricciones de transferencia y convertibilidad impuestas por el soberano apliquen a los pasivos de las sucursales. Sin embargo, la deuda en moneda extranjera emitida por la sucursal puede estar calificada por encima del techo país y en

concordancia con la deuda emitida por la sede cuando los inversionistas están usualmente fuera del país y los activos de la sucursal que están colocados fuera del país (por ejemplo, depósitos en la tesorería central) son suficientes para amortizar la deuda o cuando Fitch considera que el emisor usaría activos que no son de la sucursal para pagar la deuda en caso de restricciones de transferencia y convertibilidad. Las IDR en moneda local de una sucursal pueden también incorporar el riesgo país cuando Fitch considera que cualquier posible restricción en los emisores locales para responder a sus obligaciones en moneda local puede aplicarse a las sucursales.

Cuando Fitch no asigna calificaciones a una sucursal extranjera, el riesgo país (especialmente el riesgo de transferencia y convertibilidad, pero también el riesgo de intervención regulatoria en general) representa una limitación para el uso de calificaciones de la oficina central como aproximación del riesgo de incumplimiento de la sucursal.

Compañías Matrices Bancarias: Una institución financiera no bancaria subsidiaria de un grupo bancario prudencialmente regulado puede beneficiarse potencialmente del marco de resolución que rige a la compañía bancaria. Fitch evaluará la propensión de soporte según esta presunción siguiendo el enfoque de calificación descrito en la en la sección de Mejora dentro de un Grupo Bancario de la “[Metodología de Calificación de Bancos](#)”.

Compañías Matrices No Bancarias: La propensión y capacidad de matrices no bancarias de apoyar a instituciones financieras no bancarias subsidiarias es evaluada usando principios similares a los de las compañías matrices bancarias. El tamaño relativo de la matriz y subsidiaria, la calidad crediticia y la flexibilidad financiera de la matriz y la importancia de la subsidiaria para el negocio central de la matriz serán consideraciones relevantes. En el caso de compañías matrices no bancarias con regulaciones más estrictas (por ejemplo, compañías de seguros), Fitch también tendrá en cuenta el grado en que las restricciones regulatorias sobre el capital y la liquidez pueden afectar a la capacidad de la compañía matriz no bancaria para proveer soporte a su subsidiaria. En general, Fitch considera que las compañías matrices cuyas instituciones financieras no bancarias subsidiarias apoyan el negocio central de la matriz (por ejemplo, empresas cautivas de financiamiento automotriz, o subsidiarias financieras actuando como tesorerías de grupo) probablemente tengan una mayor propensión para apoyar instituciones financieras no bancarias subsidiarias que las compañías con un corporativo como matriz cuyas subsidiarias sean más parecidas a inversiones, dirigidas por objetivos de ganancias, impuestos y/o diversificación.

Soporte de Empresas Hermanas: Fitch puede incluir el soporte de entidades filiales, así como de matrices, dentro de las calificaciones de instituciones financieras no bancarias, cuando considere que el soporte potencial es fuerte. Sin embargo, al evaluar este potencial de soporte, Fitch considerará en particular: (i) si la propensión de soporte de la compañía filial podría ser sustancialmente más débil porque no tiene una participación y, por lo tanto, no sufrirá ningún deterioro directo en su balance financiero como resultado de la quiebra de la entidad calificada; y (ii) si el regulador de la institución filial podría buscar restringir el soporte para proteger la solvencia de la anterior.

Gobiernos Subnacionales: Algunas veces Fitch considera el soporte potencial de autoridades federales, estatales u otras subnacionales (regionales, municipales o locales) como suficientemente fuerte para derivar la IDR de una institución financiera no bancaria. Por lo general, Fitch típicamente expresa soporte potencial de autoridades de un gobierno subnacional en forma de una SSR. No obstante, en casos excepcionales, por ejemplo, cuando la entidad subnacional se beneficia a sí misma de un marco robusto y probado de integración y soporte a nivel nacional, Fitch también puede en su lugar una GSR.

En la opinión de Fitch, es muy poco probable que un subnacional busque proveer soporte a un subsector de una institución financiera no bancaria en su totalidad, por lo que la evaluación de soporte de la agencia se enfocará en la capacidad y propensión del subnacional de apoyar instituciones específicas. Al evaluar la capacidad de apoyar de un subnacional, se aplicarán las siguientes consideraciones adicionales con respecto a algunos de los factores enlistados en la tabla de “*Escalonamiento (Notching) de las Subsidiarias*”.

Tamaño Relativo: Fitch considerará la flexibilidad financiera en general del gobierno subnacional (en la medida en que esta puede ser algo mayor o menor que lo sugerido por sus calificaciones),

incluyendo el tamaño de su presupuesto, la liquidez disponible y la capacidad para recaudar deuda adicional, si es requerido.

Rol en el Grupo: Fitch considerará la existencia de cualquier relación especial entre el subnacional y la institución financiera no bancaria (por ejemplo, la institución financiera no bancaria tiene un papel de política importante o función de agencia en la región).

Riesgo Reputacional: Fitch considerará la importancia sistémica de la institución financiera no bancaria para el sistema financiero regional y la economía como un todo (medido, por ejemplo, por su participación en créditos de la región).

IV. Calificaciones de Emisiones

Como se indica en la sección I.6 del presente informe, las calificaciones de largo plazo de emisiones de las instituciones financieras no bancarias, como las de otros sectores financieros corporativos, incorporan una evaluación tanto de la probabilidad de incumplimiento (o de riesgo de impago en el caso de los instrumentos híbridos/subordinados) sobre la obligación específica y de las posibles recuperaciones para los acreedores en caso de incumplimiento. Esta sección describe cómo Fitch evalúa riesgos de incumplimiento y los prospectos de recuperación sobre diferentes tipos de valores de instituciones financieras no bancarias y cómo esto es incorporado en las calificaciones y en las calificaciones de recuperación (RR; siglas en inglés) asignadas a emisiones.

IV.1 Deuda de Corto Plazo

Las IDR de corto plazo son casi siempre asignadas de acuerdo con una tabla de correspondencia entre las IDR de largo plazo y corto plazo (ver la tabla de correspondencia de calificación). Cuando la IDR de largo plazo pueda corresponder a una de dos IDR de corto plazo, la IDR de corto plazo se determinará principalmente en función de la evaluación del factor de fondeo, liquidez y cobertura del emisor (punto medio de la banda de tres *notches*), como se describe en las diversas subsecciones de esta metodología.

Las calificaciones de deuda de corto plazo reflejan solo la vulnerabilidad a incumplimientos y, normalmente, se alinean con la IDR de corto plazo del emisor. Una excepción sería una institución financiera no bancaria que es propiedad de un banco y cuyo nivel de la deuda sénior ha sido escalonado hacia arriba a partir de su IDR como resultado del enfoque de calificación descrito en la sección "Issue Ratings" de la metodología "Bank Rating Criteria" ("Calificación de Emisiones" del reporte "[Metodología de Calificación de Bancos](#)"). En tales casos, las calificaciones de deuda de corto plazo se determinan a partir de la calificación de la deuda equivalente de largo plazo mediante la tabla de [Correspondencia de Calificaciones](#).

Si el financiamiento de papel comercial (PC) de una institución financiera no bancaria no iguala su ciclo normal de conversión de activo o flujo de efectivo operativo libre, el emisor debe buscar refinanciar las notas de PC que ya están en el mercado, ya sea con la emisión de nuevas notas de PC o bonos de largo plazo o accediendo a líneas bancarias comprometidas, específicas para el PC o de "propósito general corporativo" que permitan disponer del fondeo el mismo día. Si el emisor no tiene dicho fondeo inmediato, la compañía podría no estar en condiciones de pagar las obligaciones que vencen. Por lo anterior, Fitch considera la liquidez de respaldo para el PC en circulación y otras obligaciones de deuda de corto plazo como un elemento importante al asignar calificaciones a nivel de instrumento, así como un elemento al evaluar la IDR de largo plazo.

La cobertura de respaldo de liquidez es adecuada o inadecuada. Un respaldo de liquidez más que adecuado no justifica una calificación crediticia de corto plazo mayor. Por otra parte, cuando el PC es mejorado explícitamente, por ejemplo, si fuera respaldado por una línea de crédito de pago directo o una forma similar de garantía, la calificación final del PC será la mayor de la línea de crédito de pago directo o de la mejora de crédito similar o de la calificación de corto plazo del propio emisor.

Fitch espera típicamente que los emisores de PC con grado de inversión tengan total respaldo de liquidez (100%) disponible para los PC vigentes y otras obligaciones de corto plazo, independientemente de la calificación crediticia de la entidad. La liquidez de respaldo puede no ser solamente en la forma de compromisos bancarios, sino que también puede incluir efectivo o valores comerciables, fuentes esperadas de flujo de efectivo operacional, soporte tangible de los accionistas u otras formas alternativas de soporte de liquidez dependiendo de qué tan confiables estas fuentes pudieran ser.

Si la mayoría de las líneas de respaldo vencen en un año o menos, el emisor de PC está expuesto al riesgo de no renovación, ya que algunos bancos pueden no desear renovar sus compromisos al vencimiento. Para emisores con montos sustanciales de PC vigentes, la necesidad de respaldo de liquidez multianual es incluso más importante. Las compañías con múltiples líneas de respaldo de largo plazo pueden reducir el riesgo de no renovación teniendo vencimientos escalonados.

IV.2 Obligaciones Sénior No Garantizadas

IV.2.1 Visión General

Las calificaciones de obligaciones sénior no garantizadas son asignadas usualmente de forma alineada con la IDR de largo plazo de una institución financiera no bancaria porque:

- Fitch casi siempre considera la probabilidad de incumplimiento de cualquier obligación sénior no garantizada determinada como igual a la probabilidad de incumplimiento de la institución financiera no bancaria (como se refleja en la IDR de largo plazo), porque el incumplimiento en cualquier clase relevante de las obligaciones sénior no garantizadas sería tratado por Fitch como un incumplimiento de la entidad.
- Fitch normalmente considera que las obligaciones sénior no garantizadas de las instituciones financieras no bancarias tienen prospectos de recuperación promedio. En vista de la alta incertidumbre con respecto a cómo se verá el balance general de una institución financiera no bancaria en caso de incumplimiento, Fitch requiere una fuerte evidencia para escalar la deuda sénior al alza o a la baja en función de los prospectos de recuperación. Cuando se asignan las RR de deudas sénior no garantizadas de las instituciones financieras no bancarias, estas suelen ser 'RR4', coherentes con una tasa promedio de recuperación de 31% a 50%.

Sin embargo, en las circunstancias descritas a continuación, las calificaciones de emisiones sénior no garantizadas pueden ser asignadas en niveles por debajo, o por arriba, de la IDR de largo plazo de la institución financiera no bancaria.

Prospectos de Recuperación Débiles, Calificación de Emisión Más Baja: En algunos casos en los que un emisor tiene niveles significativos de fondeo garantizado, Fitch puede observar que una emisión sénior no garantizada tiene prospectos de recuperación más débiles que el promedio, lo que da lugar a que se le asigne una calificación de emisión por debajo de la IDR de largo plazo. Esto puede ser debido a las preocupaciones generales sobre la calidad de activos de una institución financiera no bancaria, lo que podría perjudicar los prospectos de recuperación para todos los acreedores en caso de incumplimiento. O puede deberse a preocupaciones específicas relacionadas con la estructura de fondeo de la institución financiera no bancaria, por ejemplo, niveles muy altos de gravamen del balance o subordinación muy profunda de los acreedores sénior en la estructura de pasivos.

El fondeo garantizado ha sido históricamente un método eficiente en costo para financiar activos de instituciones financieras no bancarias. Por lo tanto, la deuda no garantizada puede ser una parte muy pequeña de la estructura de capital y se puede calificar un *notch* por debajo de la IDR de largo plazo hasta que refleje una parte significativa de la mezcla de fondeo.

Prospectos de Recuperación Sólidos, Calificación de Emisión Más Alta: Fitch no suele calificar los pasivos sénior no garantizados por encima de la IDR de largo plazo de la institución financiera no bancaria debido a la elevada incertidumbre al evaluar los prospectos de recuperación. Un ejemplo podría ser cuando una entidad está más cerca del incumplimiento y hay una visibilidad mayor sobre los prospectos de recuperación para los acreedores sénior no garantizados.

Riesgo Mayor de Incumplimiento, Calificación Más Baja: En casos contados, Fitch podría considerar que una institución financiera no bancaria puede incumplir selectivamente sobre ciertas obligaciones sénior no garantizadas, pero que dicho incumplimiento no indicaría una "falla no subsanada" de la entidad debido a las circunstancias específicas del incumplimiento, generalmente en relación con algún tipo de intervención regulatoria y/o porque las obligaciones en cuestión no comprenden una parte importante de la base total de fondeo. En tal caso, las calificaciones de emisiones pueden reflejar el riesgo específico de incumplimiento selectivo relativo a los instrumentos en cuestión, mientras que la IDR de largo plazo continuará reflejando el riesgo de incumplimiento sobre la mayor parte de los pasivos sénior del emisor.

Riesgo Menor de Incumplimiento, Calificación Más Alta: En circunstancias excepcionales, Fitch puede calificar ciertas obligaciones sénior no garantizadas en un nivel superior al de la IDR de largo plazo del deudor, cuando la agencia considere que el incumplimiento de los valores es menos probable que el de otras obligaciones de referencia a las que se aplica el nivel de las IDR.

Cláusulas de Sustitución y Variación: Periódicamente, los valores de deuda sénior incluyen cláusulas que permiten la variación de los términos contractuales de los valores o que los

valores en sí mismos sean sustituidos por nuevos valores. Dichas cláusulas pueden ser a discreción del emisor, sujeto a la aprobación de un fiduciario, etc.

Fitch evalúa caso por caso si dichas cláusulas deberían afectar la calificación de los instrumentos. Cuando la probabilidad de variación o sustitución se considera alta y existe un grado alto de claridad sobre la forma en que se dará la sustitución/variación de los valores, Fitch calificará con base en los términos de los probables valores de sustitución o variación.

Compañías Matrices No Bancarias: Cuando una institución financiera no bancaria es propiedad de un banco, la calificación de deuda sénior de la institución financiera no bancaria se puede escalar al alza a partir de su IDR si se espera que sea protegida incrementalmente en resolución, mediante el seguimiento del enfoque de calificación descrito en la sección “Obligation Ratings” de la metodología “Bank Rating Criteria” (“Calificación de Emisiones” del “Metodología de Calificación de Bancos”).

IV.2.2 Análisis de Calificación de Recuperación

Cuando una institución financiera no bancaria tenga una IDR de largo plazo de ‘B+’ o menor, Fitch típicamente asigna una RR a las emisiones de la entidad calificada en la escala de largo plazo basada en el análisis de recuperación específico. Las RR proveen mayor transparencia sobre el componente de recuperación de la evaluación de Fitch del riesgo crediticio de valores de emisores calificados en niveles bajos, basado en una escala que oscila desde ‘RR1’ para los prospectos más fuertes de recuperación hasta ‘RR6’ para prospectos pobres de recuperación conforme a la tabla a continuación. Sin embargo, cuando no hay información suficiente disponible o el resultado de la recuperación potencial sea altamente variable, Fitch no asignaría una RR.

Las calificaciones crediticias de las obligaciones de emisores calificadas en su mayor parte entre ‘AAA’ y ‘BB-’ toman recuperaciones acumuladas sobre el mercado de bonos incumplidos como un todo en consideración, conforme a la tabla [Guía de Escalonamiento \(Notching\) para ‘BB-’ y Emisores con Calificación Superior](#). A los instrumentos de una posición particular de prioridad y preferencia les serán asignadas calificaciones crediticias que reflejen recuperaciones promedio esperadas a ser recibidas por dicho instrumento en caso de incumplimiento. Fitch no realiza típicamente un análisis de recuperación específico o a la medida para dichas obligaciones, ya que están tan lejos del incumplimiento que los supuestos que podrían ser usados para el análisis de un escenario de incumplimiento podrían ser muy especulativos como para ser de valor agregado.

Escala de Calificaciones de Recuperación

Calificación	Prospectos de Recuperación en caso de Incumplimiento	Recuperaciones Históricas Típicas (%)	Notching de la Calificación de Emisión ^a
RR1	Sobresaliente	91-100	3
RR2	Superior	71-90	2
RR3	Buena	51-70	1
RR4	Promedio	31-50	0
RR5	Por debajo del promedio	11-30	(1)
RR6	Pobre	0-10	(2)

[Haga clic aquí para obtener una descripción completa de cada calificación.](#)

^aRelativa al nivel de riesgo de incumplimiento. Como se describe en la subsección “Prospectos de recuperación fuertes, calificación de emisión más alta” de la sección IV.2.1, es excepcionalmente raro para Fitch escalar al alza la deuda sénior no garantizada por razones de recuperación.

Fuente: Fitch Ratings.

En cualquier nivel de calificación, cuando el enfoque de recuperación a la medida no sea usado, Fitch puede notar subordinación contractual o estructural que sea perjudicial para la deuda no garantizada calificándola por debajo de la IDR. Esto puede ser potencialmente el caso cuando las proporciones de deuda garantizada relativa a deuda total son altas, particularmente cuando el apalancamiento es relativamente alto o cuando una porción de deuda sea estructuralmente removida de las operaciones y, por lo tanto, se base en flujos de dividendos para el pago de la deuda. Las formas de subordinación también pueden incluir niveles más bajos de garantías de entidades grupales para una parte particular de la deuda.

Las calificaciones de emisión están ligadas a las del emisor a través de una evaluación de prospectos de recuperación relativa. Las calificaciones de recuperación se asignan solamente por debajo de las 'BB-'. Por lo tanto, es poco probable que una IDR que es incrementada desde 'B+' a la categoría 'BB' vea subir a una calificación de instrumento que previamente había sido evaluada como 'RR1' o 'RR2', a menos que recuperaciones superiores sean esperadas.

Calificaciones de Instrumentos para Combinaciones de IDR y RR

Calificación de Recuperación	Calificaciones de Riesgo Emisor de Largo Plazo							
	B+	B	B-	CCC+	CCC	CCC-	CC	C/RD/D
RR1	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC+	CCC
RR2	BB	BB-	B+	B	B-	CCC+	CCC	CCC-
RR3	BB-	B+	B	B-	CCC+	CCC	CCC-	CC
RR4	B+	B	B-	CCC+	CCC	CCC-	CC	C
RR5	B	B-	CCC+	CCC	CCC-	CC	C	C
RR6	B-	CCC+	CCC	CCC-	CC-	C	C	C

Notas: No asume riesgo de incumplimiento incremental en la calificación del instrumento en relación con la IDR. Como se describe en la subsección "Prospectos de recuperación fuertes, calificación de emisión más alta" de la sección IV.2.1, es excepcionalmente raro para Fitch escalar al alza la deuda sénior no garantizada por razones de recuperación. Fuente: Fitch Ratings.

A la inversa, si una IDR migra de 'BB-' o por encima a la categoría de calificación 'B' en la que el análisis de recuperación a la medida es realizado, Fitch puede colocar calificaciones asignadas a tramos garantizados y no garantizados de deuda realizando análisis de recuperación para que una mejora de la calificación del instrumento no ocurra cuando se baja la IDR.

Cómo se Determinan las Calificaciones de Recuperación

Fitch determina primero la probabilidad de incumplimiento de un emisor, que se mide en la escala de calificación de largo plazo 'AAA'. Entonces Fitch llega a la calificación de emisiones como una función de sus prospectos de recuperación en caso de incumplimiento. De acuerdo con la siguiente tabla, cuando se considera que los prospectos de recuperación son promedio, la calificación de la emisión estará alineada con la evaluación del riesgo de incumplimiento/impago. Si la agencia considera que el instrumento tiene prospectos de recuperación por encima o por debajo del promedio, por ejemplo, como una función de apalancamiento, combinación de fondeo y valuación estresada, Fitch puede ajustar al alza o a la baja, respectivamente, desde el riesgo de incumplimiento hasta llegar a la calificación de emisión. El alcance de un ajuste potencial al alza/a la baja en la calificación de emisión basado en los prospectos de recuperación del instrumento se muestra en la siguiente tabla.

Guía de Escalonamiento (Notching) para 'BB-' y Emisores con Calificación Superior

Notches desde la IDR	Grado de inversión		Grado sumamente especulativo 'BB+' a 'BB-'	
	Deuda con Garantía	Deuda sin Garantía	Ddeuda Con Garantía	Deuda sin Garantía
3				
2				
1				
+0	Escalonada por +0 a +1	En recuperaciones promedio: +0 notches. En recuperación por debajo del promedio: +0 a -1 notches	Escalonada por +0 y +3, pero topado en 'BBB-'	Niveles bajos de deuda garantizada: +0 a +1 notches
-1				
-2		Deuda subordinada: -0 a -2 notches		Sin garantía o subordinada con garantía: -0 a -2 notches

Fuente: Fitch Ratings.

Para emisores con IDR de 'B+' e inferiores, Fitch realiza un análisis de recuperación para cada clase de deuda e instrumento híbrido. Los tres pasos de este análisis incluyen la estimación de

un valor empresarial (VE) posterior a la restructura o la liquidación, la estimación de reclamos de acreedor y la distribución del VE según la prioridad de los reclamos.

Estimación de la Valuación posterior a la Restructura/Liquidación

Los métodos de valuación que Fitch aplica normalmente para derivar la RR de emisiones de instituciones financieras no bancarias incluyen el enfoque de valor de liquidación (VL) o el enfoque de negocio en marcha (NM). La elección de las técnicas de valuación empleadas puede verse influida por las prácticas habituales para segmentos específicos de instituciones financieras no bancarias, el estado de propiedad del emisor, la composición de grupos de varias entidades y los regímenes de insolvencia aplicables.

Para los subsectores con un alto uso de balance tiende a haber una inclinación hacia el enfoque de VL en el análisis de Fitch, posiblemente complementado con un cálculo de VNA estresado o del valor contable neto. Para subsectores con bajo uso de balance es más común que se utilice el enfoque NM, posiblemente complementado con el enfoque VL.

Cuando Fitch considere que ambos métodos son viables, aplicará ambos y optará por el que genere un mayor valor empresarial, de acuerdo con la práctica de los acreedores que buscan maximizar el valor de la empresa en los procedimientos de quiebra.

Al obtener un valor empresarial consolidado, Fitch puede separar las unidades operativas de una entidad por segmento o por región para aplicar claramente el método de valuación más relevante para los diversos componentes.

Enfoque de Liquidación: Según el enfoque de liquidación, Fitch realiza generalmente un análisis detallado del balance del emisor para evaluar las posibles recuperaciones para los acreedores. Fitch aplica recortes a los activos del emisor para reflejar la expectativa de Fitch de que estos activos probablemente se vendan por menos del valor contable en un escenario de liquidación. Luego, Fitch asigna el efectivo generado por la venta de activos a los acreedores con base en la prioridad real esperada de los reclamos. El efectivo no gravado se reducirá en un mínimo de 50% para reflejar su uso probable en una situación de dificultad que lleve a la liquidación. Los impuestos diferidos y los activos derivados no reciben ningún crédito.

Las bursatilizaciones y otros financiamientos garantizados que existen dentro del grupo calificado pueden tener garantías o un flujo de efectivo superior al que se requiere para satisfacer a los acreedores de la bursatilización o del vehículo de financiamiento garantizado. Dicho esto, en la medida en que estos acreedores estén suficientemente protegidos y no puedan ser obligados contractualmente a liberar sus garantías, podría haber algún retraso en el exceso de flujo de efectivo o el valor residual de los activos que fluyen hacia los acreedores no garantizados. Como tal, el supuesto del caso base de Fitch es que los acreedores del emisor no tendrán el beneficio inmediato de tales valores residuales excedentes o flujos de efectivo asociados con la bursatilización u otros financiamientos garantizados.

Por lo tanto, los activos consolidados en balance pero asignados directamente a acreedores específicos de la institución se excluirán del cálculo de recuperación, al igual que la deuda asociada. Del mismo modo, los activos que aún se encuentran en balance pero que se comprometieron como respaldo de las bursatilizaciones serán excluidos de los cálculos de recuperación.

Los recortes aplicados pueden variar significativamente según el modelo de negocio, la clase de activo y la región, entre otros factores, y Fitch lo evaluará caso por caso. A modo de orientación, la siguiente tabla refleja los rangos de descuento típicos para una serie amplia de clases de activos que, a menudo, se encuentran en los balances de las instituciones financieras no bancarias con muchos activos.

Descuento de Activos^a

Activo	Características	Descuento (%)
Efectivo y Equivalentes	Sin riesgo, pero ajustado para reflejar el saldo esperado en incumplimiento	50+
Valores de Renta Fija	Variabilidad en riesgo y liquidez	5-75
Acciones	Variabilidad en liquidez y volatilidad	15-100
Activos Fijos Tangibles	Variabilidad en liquidez y volatilidad	15-75
Préstamos Hipotecarios	Bajo riesgo si se trata del primer cargo, mayor riesgo si se trata del segundo cargo; liquidez variable	5-40
Préstamos Personales Sin Garantía	Riesgo alto	25-75
Asociados y empresas conjuntas	Sin liquidez y valor variable	20-60
Préstamos Problemáticos	Riesgo Muy Alto	50-100
Exposiciones a Partes Relacionadas	Valor Cuestionable en Estrés	50-100
Activos Intangibles ^b	Valor sin liquidez y cuestionable en caso de dificultades	70-100
Otros Activos que no Absorben Pérdidas	Dificultad para monetizar y/o con valor económico limitado	70-100
Activos Derivados	Sujeto a liquidación/compensación, no realizable en liquidación	100

^aPara los activos comprados con un descuento significativo (por ejemplo, en el caso de compradores de deuda), Fitch aplicará generalmente un recorte en el extremo inferior del rango indicado para reflejar un riesgo de amortización adicional más limitado en un escenario estresado. ^bPara las instituciones financieras no bancarias con subsidiarias considerables de bajo uso de balance (que podrían venderse como negocio en marcha en su totalidad), los descuentos en los intangibles podrían estar en el extremo inferior del rango del 70% al 100% citado.

Fuente: Fitch Ratings.

Enfoque de Negocio en Marcha: El enfoque NM involucra un proceso de dos pasos:

- Estimar el nivel de ganancias posteriores al incumplimiento, típicamente EBITDA estresado, sobre el cual basar la valuación.
- Aplicar un múltiplo de valuación conservador que refleje la posición relativa de una compañía dentro de su sector con base en múltiplos reales o esperados de mercado o estresados. Cuando ninguna muestra estadísticamente significativa de transacciones de mercado esté disponible, los analistas buscarán sectores cercanos o harán suposiciones basadas en tendencias generales para transacciones de mercado con problemas.

Los rangos múltiples de valuación proporcionados en la tabla [Método de Valuación por Segmento de Institución Financiera No Bancaria](#) son intencionalmente amplios para los distintos subsectores. El múltiplo real que se aplica en el análisis de recuperación dependerá de una revisión de las condiciones actuales del mercado y de una evaluación de los múltiplos de valuación aplicados a transacciones de mercado similares en el momento del análisis.

Para algunos segmentos de instituciones financieras no bancarias, Fitch puede aplicar enfoques de valuación adicionales específicos del segmento. Por ejemplo, para los administradores de inversiones, Fitch puede considerar la valuación como porcentaje de los activos administrados estresados, además de un enfoque de múltiplos de EBITDA estresado. Para los REIT hipotecarios, Fitch considera valores estresados basados en los informes de metodología de “U.S. and Canadian Multiborrower CMBS Rating Criteria” (“Metodología de Calificación de CMBS para Prestatarios Múltiples de EE.UU. y Canadá”) y “Structured Finance CDOs Surveillance Rating Criteria” (“Metodología de Calificación de Seguimiento de CDO de Finanzas Estructuradas”, además de un enfoque múltiple de EBITDA estresado.

La siguiente tabla muestra los métodos de valuación y los múltiplos utilizados típicamente por Fitch por subsector principal.

Método de Valuación por Segmento de Institución Financiera No Bancaria

Subsector de Instituciones Financieras No Bancarias	¿Se Aplica Normalmente el Enfoque de Liquidación?	Enfoque de Negocio en Marcha Aplicado cuando es Relevante (Intervalo Típico de Múltiplos)
Sociedades de Corretaje de Valores		
Modelo de Negocios de Flujos de Efectivo	Sí	Múltiplo de EBITDA estresado (5.0x-10x)
Modelo de Negocios de Balance Financiero	Sí	Múltiplo de libro tangible estresado (0.3x-1.5x)
Administradores de Inversiones		

Modelo de Negocios de Flujos de Efectivo	Sí	Múltiplo de EBITDA estresado (4.0x-10x)
Modelo de Negocios de Balance Financiero	Sí	VNA estresado (0.5x-1.0x)
Compañías de Desarrollo de Negocios	Sí	VNA estresado (0.5x-1.0x)
Compañías de Financiamiento y Arrendamiento		
Modelo de Negocios de Flujos de Efectivo	Sí	Múltiplo de EBITDA estresado (4.0x-10x)
Modelo de Negocios de Balance Financiero	Sí	Múltiplo de libro tangible estresado (0.3x-1.5x)
Compañías de Infraestructura del Mercado Financiero		
Bolsas, contrapartes centrales de valores y depósitos centrales de valores	Sí	Múltiplo de EBITDA estresado (5.0x-10.0x)

VNA - Valor neto del activo.

Fuente: Fitch Ratings.

Estimación del Reclamo de los Acreedores

En un esfuerzo por estimar el reclamo de los acreedores, el análisis de Fitch tiene en cuenta lo siguiente.

- **Reclamos Revolventes:** Fitch supone que las partes no utilizadas de las líneas de crédito comprometidas (garantizadas o no), las líneas de crédito revolventes y las cartas de compromisos de crédito que no están sujetas a los requisitos básicos de préstamos se toman por completo en la medida permitida. Se ejerce un mayor criterio para las líneas de crédito que solo se pueden utilizar para fines específicos, como las designadas para adquisiciones y gastos de capital. Fitch evaluará la medida en que dichas disposiciones también pueden dar lugar a activos recuperables adicionales de acuerdo con los fines para los que típicamente se utilizan estas líneas de crédito.
- **Reclamos Administrativos Prioritarios:** Se asume que representan 10% del valor de liquidación bajo estrés o del valor de la empresa, a menos que se considere mayor o menor según el país, el tamaño y/o la complejidad de la institución. Por ejemplo, una entidad altamente compleja o un país con un régimen de quiebra menos desarrollado podría generar costos administrativos más altos, mientras que, para un emisor muy grande, un costo administrativo más bajo (sobre una base porcentual) aún generaría una compensación suficiente para el administrador (sobre una base absoluta).
- **Reclamos de Rechazo de Arrendamiento:** Cuando se realizan reclamos de rechazo de arrendamientos, Fitch evalúa la capacidad del emisor para racionalizar los arrendamientos en un escenario de incumplimiento y observa que, según el enfoque NM, se debe mantener un cierto nivel, mientras que, según el enfoque VL, 100% de los arrendamientos no residenciales son típicamente considerados como rechazados. El valor de los arrendamientos rechazados se calcula de acuerdo con el código de quiebras aplicable en cada jurisdicción, siempre que existan dichos conceptos.
- **Supuesto de Concesión:** El valor distribuido a acreedores sénior no garantizados se puede reducir en una cantidad que se redistribuye a demandantes júnior para garantizar su aprobación del plan de reorganización o liquidación. La cantidad de dichos pagos de concesión depende en gran medida de las circunstancias.
- **Obligaciones de Pensiones y Otros Beneficios Posteriores al Empleo:** Los planes de pensiones con fondeo insuficiente y otros reclamos de beneficios posteriores al empleo pueden ser significativos en un estado de quiebra, aunque estos pueden tener distinta prioridad en función de la jurisdicción y los acuerdos entre acreedores de un emisor en específico.
- **Otros Reclamos:** Se pueden considerar otros reclamos no relacionadas con la deuda y contingentes, incluidas demandas relevantes, derivados netos (activos)/pasivos y pasivos contingentes (y garantías), cuando estas sean especialmente pertinentes para una institución.
- **Fondeo de Partes Relacionadas:** En el caso de que una institución financiera no bancaria tenga una gran cantidad de fondeo de partes relacionadas, Fitch tendrá en cuenta si los

acreedores de las partes relacionadas probablemente se convertirán de forma eficaz en sénior frente a otros acreedores si retiran sus fondos antes del incumplimiento.

Distribución del Valor Empresarial

El análisis de recuperación de Fitch suele adoptar un enfoque legal de cascada y el VE resultante posterior a la reestructura/liquidación se asigna a los acreedores en orden de prioridad relativa de sus reclamos. Sin embargo, la aplicación del valor no solo se ve afectada por la prioridad relativa de los instrumentos de un emisor concreto, sino que también por la estructura organizacional. En ausencia de una disposición legal o regulatoria específica en sentido contrario, Fitch asumirá que los acreedores de entidades legales específicas tienen una demanda prioritaria sobre los activos de dicha entidad en relación con los acreedores de las filiales y entidades relacionadas. En los casos en los que hay varias entidades en un grupo, Fitch puede establecer valuaciones y reclamos a nivel de entidad y considerar los valores residuales disponibles para los acreedores de las entidades matrices o filiales.

En este contexto, Fitch utilizará generalmente el balance sin consolidar de una entidad como base para sus cálculos de recuperación. Los factores que pueden compensar parcialmente el efecto de la subordinación estructural incluyen la presencia de garantías y obligaciones intercompañía debidas por la subsidiaria a la matriz. Las complejidades transfronterizas pueden agregar conservadurismo al análisis de recuperaciones para instituciones financieras no bancarias que operan internacionalmente.

Fitch reconoce que un análisis basado en el enfoque VL o NM requiere un gran número de supuestos importantes respecto a la estructura del perfil financiero de un emisor al incumplimiento. En vista de estos supuestos, la agencia no necesariamente hará un mapa de las recuperaciones esperadas para las RR y calificaciones de emisión de largo plazo correspondientes. En su lugar, Fitch puede incrementar o reducir las RR sugeridas por los enfoques de valuación y escalonamiento (notching), dependiendo de las sensibilidades de las recuperaciones esperadas a pequeños cambios en supuestos, eventos pendientes, términos contractuales dentro de instrumentos específicos (es decir, subordinación o prioridad estructural), alcance de la garantía o visiones sobre el entorno operativo de una compañía en particular.

El análisis de recuperación de Fitch no intenta capturar el espectro total de motivaciones posiblemente contradictorias para acreedores o la velocidad con la cual dichas motivaciones pueden cambiar. Fitch no asignaría RR si considera que la información disponible es insuficiente o el resultado del análisis es especialmente impredecible.

Fitch ha provisto límites de país para calificaciones de recuperación para incorporar la filosofía amistosa hacia los acreedores (o lo contrario) de las jurisdicciones y la ejecutabilidad de las emisiones en el caso de un incumplimiento (ver [“Country-Specific Treatment of Recovery Ratings Criteria”](#) [“Metodología de Tratamiento Específico por País de las Calificaciones de Recuperación”]). Estos límites permiten la compresión de obligaciones de nivel sénior y júnior en las que las características estructurales y de jurisdicción indican que está garantizada. Fitch tratará de explicar los resultados del análisis de recuperación específico del emisor en sus reportes.

IV.3 Instrumentos Subordinados e Híbridos

Normalmente, los instrumentos híbridos y subordinados emitidos por instituciones financieras no bancarias seguirán el enfoque de las calificaciones y la metodología de crédito patrimonial potencial, descrito en el informe de metodología [“Corporate Hybrids Treatment and Notching Criteria”](#) (“Metodología de Tratamiento de los Instrumentos Híbridos de Empresas Corporativas”; para deuda tradicional subordinada y valores híbridos) o [“Corporate Rating Criteria”](#) (“Metodología de Calificación Finanzas Corporativas” (para préstamos de accionistas). En los casos en los que se determine que dichos instrumentos no cumplen los requisitos de deuda de acuerdo con la [“Corporate Hybrids Treatment and Notching Criteria”](#) o [“Corporate Rating Criteria”](#), Fitch normalmente otorgará el crédito de capital respectivo para dichos instrumentos en el contexto de las métricas de capitalización relevantes del balance general..

Si un instrumento subordinado o híbrido es emitido por una institución financiera no bancaria regulada de prudencialmente en un marco similar al de los bancos(en particular, si una entidad está sujeta a requisitos significativos de capital consolidado), el enfoque de las calificaciones

seguirá el razonamiento que se describe en “Bank Rating Criteria” (“Metodología de Calificación de Bancos”). Si un instrumento subordinado o híbrido es emitido por una institución de política u otra entidad con algún tipo de patrocinio, vinculación o propiedad gubernamental, el enfoque de calificación seguirá el razonamiento que se describe en “Metodología de Calificación de Bancos”. Los instrumentos perpetuos que califiquen como capital de nivel 1 según la regulación bancaria aplicable típicamente recibirán un crédito de capital de 100 %, mientras que los instrumentos que califiquen como capital de nivel 2 típicamente se tratarán como deuda.

Si un instrumento subordinado o híbrido es emitido por una institución financiera no bancaria regulada prudencialmente en un marco similar al de las compañías de seguros, el enfoque de las calificaciones seguirá la justificación descrita en el informe de metodología “Insurance Rating Criteria” (“Metodología de Calificación de Seguros”). De forma similar, el crédito de capital generalmente se asignará acorde con las consideraciones de crédito de capital descritas en los “Metodología de Calificación de Seguros”.

IV.4 Deuda Garantizada y Asegurada

Deuda Garantizada: Fitch generalmente califica la deuda totalmente garantizada (o la deuda que Fitch considera que está expuesta a un grado equivalente de riesgo de crédito al de una deuda garantizada) en el mismo nivel que la deuda sénior no garantizada del garante o del emisor, el que sea mayor. La igualación de la calificación de la deuda garantizada con la calificación de deuda sénior no garantizada del garante dependerá de que la garantía se clasifique al mismo nivel que la deuda sénior no garantizada del garante, que la jurisdicción de la garantía sea aceptable para Fitch al nivel de calificación, su exigibilidad, el carácter oportuno y/o las expectativas de que el garante honrará la garantía. La deuda de una institución financiera no bancaria que se beneficia de una garantía que se clasifica al mismo nivel que las obligaciones subordinadas del garante, por lo general, se califica alineada con la obligación subordinada del garante.

Determinación de Calificaciones y Posible Crédito Patrimonial para los Instrumentos Subordinados e Híbridos Emitidos por Instituciones Financieras no Bancarias

Tipo de Emisor	Metodología Aplicable	Típica Calificación Ancla
Instituciones financieras no bancarias tradicionales (es decir, no se enmarca en una de las tres categorías que se describen a continuación)	“Corporate Hybrids Treatment and Notching Criteria” (“Metodología de Tratamiento de los Instrumentos Híbridos de Empresas Corporativas”; para deuda tradicional subordinada y valores híbridos) o “Corporate Rating Criteria” (“Metodología de Calificación Finanzas Corporativas” (para préstamos de accionistas).	IDR (típicamente incluye la IDR impulsada por el soporte para la IFNB)
Instituciones financieras no bancarias reguladas prudencialmente en un marco similar al de los bancos	Metodología de Calificación de Bancos	Calificación de Viabilidad
Institución no bancaria de política u otra entidad con algún tipo de patrocinio, vinculación o propiedad del gobierno	Metodología de Calificación de Bancos	Calificación de Viabilidad
Instituciones financieras no bancarias reguladas prudencialmente en un marco similar al de las compañías de seguros	“Insurance Rating Criteria” (“Metodología de Calificación de Seguros”)	IDR

Fuente: Fitch Ratings.

Deuda con Garantía o Colateral: En los casos en los que Fitch disponga de suficiente información para analizar y monitorear el colateral subyacente, calificará las obligaciones garantizadas de largo plazo de instituciones financieras no bancarias, especialmente aquellas con estructuras relativamente sencillas, mediante el uso del enfoque de riesgo de incumplimiento/prospectos de recuperación descrito en la tabla [Guía de Escalonamiento \(Notching\) para ‘BB-’ y Emisores con Calificación Superior](#).

Las emisiones con formas más complejas de mejora estructural (por ejemplo, bursatilizaciones, bonos cubiertos u otras estructuras de vehículo de propósito especial o fondeo independiente) no se califican de acuerdo con la “Metodología de Calificación de Instituciones Financieras No

Bancarias” de Fitch y, en su lugar, serán evaluadas por los grupos de Finanzas Estructuradas, Bonos Cubiertos o Fondos y Administradores de Activos, conforme a metodologías distintas o, de otro modo, no serán calificadas por Fitch.

Otras deudas sénior de largo plazo con garantía, incluida la deuda emitida por un vehículo de emisión que se beneficia de una garantía total de la matriz, pueden estar calificadas de acuerdo con esta metodología y recibirán un aumento de un *notch* por encima de la IDR de largo plazo de la institución financiera no bancaria si el titular de bonos tiene derecho a recurrir tanto a la garantía como al emisor; las garantías no se pueden sustituir más allá de los parámetros establecidos que Fitch está en una posición para monitorear; y las garantías indican claramente prospectos de recuperación por encima del promedio. De lo contrario, Fitch calificará el bono sénior garantizado de forma alineada con la IDR de largo plazo del emisor.

Cuando se garantiza y asegura una obligación de deuda, la calificación reflejará principalmente la garantía, a menos que se cumplan las tres condiciones de alza para la deuda garantizada o asegurada.

Las calificaciones de las obligaciones de corto plazo de las instituciones financieras no bancarias reflejan únicamente el riesgo de incumplimiento de las emisiones, por lo que no toman en cuenta las mejoras estructurales que podrían favorecer la recuperación en caso de incumplimiento.

IV.5 Consideraciones de Soporte

En el caso de instrumentos de deuda emitidos por una institución financiera no bancaria cuya IDR está basada en soporte, la calificación de dicho instrumento generalmente se escalona desde (o iguala) la IDR basada en soporte si la entidad no está regulada prudencialmente bajo un marco similar al de los bancos o las compañías de seguros, lo que refleja la opinión de Fitch de que el escalonamiento o nivel de calificación en el nivel de la IDR basada en soporte ya refleja la importancia relativa de la entidad para su proveedor de soporte y el potencial de soporte financiero por venir.

Dicho esto, si Fitch cree que el mismo nivel de soporte puede no estar disponible para ciertas partes de la estructura de capital de un emisor, lo que refleja un nivel más alto de riesgo de incumplimiento en relación con la IDR, Fitch puede aplicar un nivel de calificación más amplio en relación con la IDR o utilizar el PCI del emisor o VR como ancla. Esto suele ser más relevante para los instrumentos subordinados e híbridos, pero no excluye otras partes más importantes de la estructura de capital. Cuando este sea el caso, Fitch tendrá en cuenta las perspectivas de recuperación intrínsecas del instrumento para determinar el escalonamiento apropiado en relación con el ancla ajustada.

IV.6 Notas Vinculadas al Mercado (NVM)

Algunas instituciones financieras no bancarias emiten o garantizan valores cuyos rendimientos están referenciados a un riesgo de mercado esencialmente independiente de la propia calidad crediticia del emisor/garante (algunas veces referidos como notas vinculadas al mercado o NVM; en inglés: *market-linked notes*). En algunos casos, solo la serie de cupones hace referencia al riesgo de mercado (referidos como “notas de principal protegido”) y, en otros, tanto la serie de cupones como el principal están derivados de un riesgo de mercado de referencia (“notas de principal no protegido”). Las NVM pueden hacer referencia a una gama muy amplia de riesgos, más comúnmente relacionados con acciones, divisas y materias primas, y se estructuran con frecuencia en respuesta a consultas a la inversa.

Las calificaciones de NVM están a la par de las calificaciones de un cierto emisor o los instrumentos de deuda tradicionales con una prelación (*seniority*) equivalente de un garante (deuda sénior, deuda sénior preferente, etc.). Las calificaciones son asignadas por Fitch solamente cuando el principal está protegido y abordan únicamente el riesgo de crédito del emisor o garante. El riesgo del cupón no relacionado con el riesgo de crédito del emisor o del garante está, por lo tanto, excluido de las calificaciones de NVM. Las notas con divisa dual pueden ser calificadas siempre que estas puedan o sean liquidadas en una cantidad equivalente de una segunda divisa.

Fitch no califica notas cuando el riesgo de retorno de principal no esté relacionado con el riesgo de crédito del emisor. Consecuentemente, para evitar dudas, Fitch no calificará las notas ligadas a crédito (NVC), las cuales hacen referencia al riesgo de crédito de un tercero o grupo de

terceros bajo esta metodología. Estos valores pueden ser calificados por el grupo de Finanzas Estructuradas de Fitch.

IV.7 Distinciones en Emisión de Deuda entre Compañías Controladoras e Instituciones Financieras No Bancarias que son Subsidiarias Operativas

Al calificar instrumentos de deuda que están estructuralmente subordinados a otros instrumentos de deuda dentro de una estructura de grupo, por ejemplo, una deuda emitida por una compañía controladora o un vehículo emisor de deuda, Fitch evaluará los vínculos estratégicos, operativos y legales entre los diferentes elementos de la estructura para determinar si la deuda estructuralmente subordinada debe ser consolidada en el análisis de la entidad operativa.

Si el análisis de Fitch determina que existen vínculos estratégicos, operativos y/o legales significativos entre la compañía controladora emisora de deuda y la subsidiaria operativa y que la falta de servicio de la deuda de la compañía controladora tendría implicaciones materiales para la solvencia y reputación de la subsidiaria operativa, entonces Fitch probablemente consolidará la deuda estructuralmente subordinada en el análisis de la entidad operativa y utilizará la IDR a largo plazo de la entidad operativa como calificación ancla para la deuda de la compañía controladora. Este enfoque es más probable si la subsidiaria operativa no está regulada prudencialmente o solo lo está levemente, lo que resulta en un anillo de protección limitado o nulo que restringe el flujo de fondos de la entidad operativa y los tenedores de su deuda. El escalonamiento reflejará las perspectivas tanto de subordinación como de recuperación.

Por el contrario, si la deuda de la compañía controladora estructuralmente subordinada está aislada suficientemente del resto del grupo y la falta de servicio puede tener implicaciones limitadas para la solvencia o la reputación de la subsidiaria operativa, entonces Fitch probablemente excluirá la deuda estructuralmente subordinada del análisis de la subsidiaria operativa y asignará una IDR de largo plazo a la compañía controladora como calificación ancla para la deuda de la compañía controladora. Este enfoque es más probable si la subsidiaria operativa está sujeta a una regulación prudencial o si existen otros mecanismos contractuales de delimitación sólidos.

En circunstancias en las que la robustez del mecanismo de delimitación, el riesgo de una intervención regulatoria o las restricciones en el perfil crediticio de la entidad operativa perjudiquen significativamente la capacidad de generar dividendos para la compañía controladora, Fitch puede concluir que no se puede asignar una calificación a la compañía controladora o a su instrumento de deuda, o dichas calificaciones pueden ser altamente especulativas (es decir, 'B-' o menor) sin mejoras estructurales implementadas. De forma similar, el hecho de que la compañía controladora sea un accionista minoritario de la entidad operativa, o que la compañía controladora enfrente un riesgo de refinanciamiento alto y/o a corto plazo también podría limitar la capacidad de Fitch para asignar una calificación.

Al determinar el PCI de la compañía controladora/entidad emisora de deuda, el análisis de Fitch incorporaría elementos del enfoque de evaluación del perfil financiero de Fitch para compañías de inversión, especialmente al evaluar el perfil de financiamiento, liquidez y cobertura del emisor, así como una evaluación de la capacidad de subir dividendos de la subsidiaria operativa, en particular en relación con el monto de la deuda y los gastos por intereses de la entidad emisora. Fitch también evaluará la subordinación estructural de la deuda de la compañía controladora en relación con la deuda de la entidad operativa, en particular, los instrumentos subordinados e híbridos. Al evaluar el riesgo potencial de refinanciamiento, Fitch también tomaría en cuenta el apalancamiento en relación con la entidad operativa, así como la liquidez del activo. Para los otros factores clave de calificación, como, el entorno operativo, el perfil de negocios, administración y la estrategia, y el perfil de riesgo, estos normalmente reflejarían el perfil de la entidad operativa.

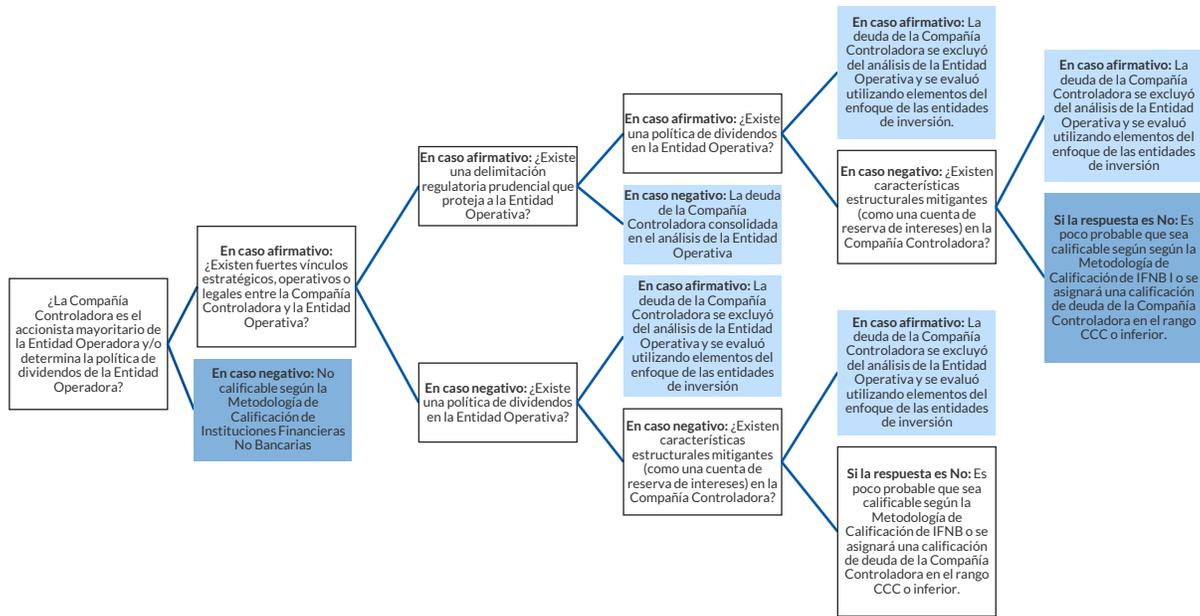
Además de los índices fundamentales de Fondeo, Cobertura y Liquidez para las compañías de inversión, los siguientes índices financieros probablemente complementarían el análisis e informarían la evaluación de Fitch de la capitalización, el riesgo de refinanciamiento y la posición de liquidez de una compañía controladora:

-
- Deuda Bruta de la Compañía Controladora/Dividendos Proyectados durante el plazo de la deuda de la Compañía Controladora;
 - Deuda Bruta de la Compañía Controladora /Patrimonio Tangible de la Entidad Operativa;
 - Ingresos por Dividendos e Intereses recibidos en el Período + Cuenta de reserva de Intereses/Gasto por Intereses de la Compañía Controladora de un año.

Bonos de Pago en Especie: El enfoque para calificar la deuda de la compañía controladora descrito anteriormente también se aplica a los bonos de pago en especie (PIK; *payment-in-kind*) de la compañía controladora que, en ciertas ocasiones, son parte de las estructuras de deuda de las instituciones financieras no bancarias, a menudo asociadas con transacciones de compra apalancada.

Siempre que un instrumento PIK no imponga ninguna obligación al emisor de pagar intereses en efectivo, entonces el pago de intereses en especie (*payment of interest in kind*) no se trata como incumplimiento de pago y (en el caso de instrumentos de reembolso de tipo *bullet*) el riesgo de incumplimiento de pago solo se materializa en la fecha de vencimiento final. Sin embargo, en la medida en que Fitch considere que el pago de intereses en especie indica el deterioro de la posición de liquidez de un emisor y/o el aumento del riesgo de refinanciamiento (por ejemplo, debido al aumento en el monto principal de los bonos después del pago en especie), entonces esto podría conducir a acciones de calificación negativas sobre los bonos PIK (si están calificados) y/o la calificación de la entidad operativa (en los casos en que Fitch consolida los bonos PIK en su evaluación de la calidad crediticia de la entidad operativa).

Tratamiento Analítico de la Deuda Emitida por Controladoras y Subsidiarias Operativas de Instituciones Financieras No Bancarias



- Probablemente calificable y/o analizable bajo la metodología de IFNB.
- Poco probable de ser calificable y/o analizable bajo la metodología de IFNB.

Fuente: Fitch Ratings

Anexo 1: Qué Reflejan los IDR de Instituciones Financieras no Bancarias - Definición de Obligaciones de Referencia

La IDR de una institución financiera no bancaria, por lo general, expresa la opinión de Fitch sobre el riesgo de incumplimiento de sus obligaciones senior, obligaciones subordinadas (con la excepción de un pequeño número de instituciones financieras no bancarias reguladas de forma prudencial) o, cuando sea material, arrendamientos u otros contratos importantes, a terceros acreedores no gubernamentales, ya que, en opinión de Fitch, estas son típicamente las obligaciones cuyo incumplimiento reflejaría mejor la falla no subsanada de la entidad.

De acuerdo con las definiciones de calificación de Fitch, y en común con los emisores de otros sectores, el incumplimiento de una institución financiera no bancaria puede tomar varias formas, que incluyen la falta de pago de las obligaciones más allá del período de subsanación disponible, saneamiento, un canje forzoso de deuda o el emisor entrando en procedimientos de bancarrota.

Fitch normalmente no considera lo siguiente como respaldo extraordinario y no suele ver tales casos como evidencia de que un emisor ha fallado:

- provisión por parte de los accionistas existentes de capital nuevo principalmente con el objetivo de respaldar el crecimiento del negocio, en lugar de abordar un déficit de capital;
- provisión de capital que requiere un emisor como resultado de un endurecimiento de las reglas de capital regulatorio, o para cubrir un déficit de capital menor (por ejemplo, en los requisitos de colchón);
- uso de medidas de apoyo a la estabilización de todo el sistema (por ejemplo, garantías de nuevos mecanismos de financiación, provisión de nuevo capital) por parte de emisores fundamentalmente viables en una crisis financiera;
- uso de líneas de fondeo/liquidez garantizados del banco central, o de líneas no garantizadas si se pusieron a disposición del emisor alineado con otros emisores en el mercado; y
- apoyo a los acreedores o contrapartes de un emisor que de forma indirecta también beneficia al emisor.

La aplicación más común del marco de canje forzoso de deuda es a los canjes forzosos de bonos y préstamos bancarios, pero esto no impide su aplicación a otras clases de obligaciones, como los arrendamientos u otros contratos importantes. Sin embargo, en muchos de estos casos, la diferencia entre un canje forzoso de deuda y una sólida negociación bilateral no pública que ocurre en el curso normal de los negocios puede ser mínima. En estas circunstancias, solo se confirmará un canje forzoso de deuda cuando exista evidencia convincente de su existencia. Por ejemplo, una reducción material en los términos, por sí sola, no es suficiente para que una enmienda a un crédito renovable o un préstamo a plazo se clasifique como un canje forzoso de deuda. La flexibilidad de los préstamos en comparación con los bonos, y la frecuencia con la que se modifican los préstamos en todo el espectro de calidad crediticia, dificultan tener una determinación categórica de un canje forzoso de deuda para un préstamo.

A la hora de considerar si una reestructuración o canje de deuda debe clasificarse como canje forzoso de deuda, Fitch espera que se apliquen las dos condiciones siguientes:

- i. la reestructuración impone una reducción material en los términos en comparación con los términos contractuales originales; y
- ii. la reestructuración o canje se lleva a cabo para evitar la quiebra, un procedimiento similar de insolvencia o intervención (incluida la resolución) o un impago tradicional.

Ejemplos de Reducciones Materiales en términos

Bonos	Líneas de Crédito Revolventes y Préstamos a plazo
<ul style="list-style-type: none"> Reducción del principal; Reducción de los intereses o de las comisiones; Ampliación de la fecha de vencimiento; Cambio de una base de pago en efectivo a PIK, base de descuento u otra forma de pago que no sea en efectivo; Canje de deuda por acciones, híbridos u otros instrumentos; 	<ul style="list-style-type: none"> Todos los ejemplos bajo la columna 'Bonos' La introducción del interés en forma de PIK (pero no el ejercicio de una opción PIK previamente acordada); Un intercambio de deuda por acciones.

Fuente: Fitch Ratings.

Ejemplos de Reducciones Materiales en términos (Continuación)

Bonos	Líneas de Crédito Revolventes y Préstamos a plazo
<ul style="list-style-type: none"> Oferta en efectivo por menos de par si la aceptación está condicionada a la oferta de un monto total mínimo, o si se combina con una solicitud de consentimiento para enmendar convenios restrictivos; y/o Las ofertas de canje o las ofertas en efectivo que se aceptan solo si el tenedor del bono que hace la oferta también da su consentimiento para las modificaciones del contrato que perjudiquen materialmente la posición de los tenedores que no hacen la oferta. 	

Fuente: Fitch Ratings.

El GSR o SSR de una institución financiera no bancaria, si aplican, también califican para las mismas obligaciones de referencia, es decir, reflejan la opinión de Fitch sobre si el apoyo externo será suficiente para que una institución financiera no bancaria evite el incumplimiento de sus obligaciones relevantes para acreedores de terceros, no gubernamentales.

La justificación de la definición de Fitch de las obligaciones de referencia para las IDR es la siguiente:

Obligaciones con Terceros frente a Obligaciones Intragruppo

Las IDR de instituciones financieras no bancarias generalmente no califican el riesgo de incumplimiento en el financiamiento de entidades bajo control común (por ejemplo, matrices/filiales o compañías no financieras relacionadas) por tres razones principales. En primer lugar, es posible que estas facilidades no se extiendan con las mismas expectativas de un acreedor no afiliado, por ejemplo, no siempre se puede esperar que el prestatario reembolse, en lugar de renovar, las facilidades al vencimiento. En segundo lugar, Fitch generalmente no esperaría que haya un nivel alto de transparencia sobre si una entidad ha "incumplido" la deuda intragrupo, por ejemplo, si una refinanciación ha sido "voluntaria" o "forzada". En tercer lugar, Fitch normalmente no consideraría que las entidades bajo control común sean los principales usuarios de sus calificaciones, ya que en la mayoría de los casos tendrían un acceso privilegiado y directo a la información sobre la situación financiera del prestatario.

Acreedores Privados frente a Gubernamentales

Las instituciones financieras no bancarias se fondean en gran medida en el sector privado, ya que generalmente no tienen acceso a la financiación del banco central. Sin embargo, las instituciones financieras no bancarias que, por ejemplo, tienen una función de política pública o una licencia bancaria, pero que Fitch considera más parecidas a las instituciones financieras no bancarias, pueden tener acceso a financiamiento del gobierno, particularmente durante períodos de estrés en el mercado. Cuando este es el caso, las IDR de instituciones financieras no

bancarias generalmente no calificarán el riesgo de incumplimiento de las obligaciones adeudadas a los bancos centrales y otras instituciones gubernamentales nacionales. Esto refleja la relación especial entre un banco central, como prestamista de última instancia, y los emisores que se benefician de esta forma de fondeo, y el hecho de que, cuando se renuevan o reestructuran las facilidades adeudadas a los bancos centrales, es probable que exista una ambigüedad considerable con respecto a si dicha reestructuración debe considerarse como "voluntaria" o "forzosa". Además, a menudo será difícil determinar de manera oportuna si un emisor ha cumplido con la deuda que tiene con su banco central.

Diferentes categorías de Obligaciones

En algunos casos, una institución financiera no bancaria puede incumplir algunas categorías de deuda de terceros del sector privado, mientras que sigue cumpliendo con otras. Cuando Fitch considere que existen niveles de riesgo de incumplimiento significativamente diferentes en las distintas categorías de pasivos aplicables, las IDR calificarán a la categoría (material) con mayor riesgo. Si una institución financiera no bancaria incumple una categoría importante de deuda sénior o subordinada de terceros, del sector privado, pero sigue al día en otras categorías, sus IDR se rebajarán a "RD" (Incumplimiento Restringido).

Anexo 2: Divulgación de la Metodología y Variaciones

Divulgación de Metodología

El Comentario de Acción de Calificación (RAC; *Rating Action Commentary*) de Fitch siempre describirá los factores clave de calificación y, con la excepción de los retiros de calificación, las sensibilidades de calificación asociadas con dicho emisor. Otros aspectos analíticos que Fitch normalmente revelará en sus RAC incluyen:

- En el caso de instituciones financieras no bancarias para las cuales Fitch emplea un enfoque analítico combinado o híbrido a lo largo de más de una metodología de calificación, la medida en que se aplican todas y cada una de las metodologías relevantes.
- En el caso de instituciones financieras no bancarias para las cuales Fitch emplea un enfoque analítico combinado, híbrido o a la medida a lo largo de más de un subsector dentro de la metodología de calificación de instituciones financieras no bancarias, detalles sobre el enfoque empleado.
- Cualquier indicador financiero adicional significativo considerado como parte del análisis.
- Cualquier variación de metodología, incluido su impacto en la(s) calificación(es) cuando corresponda.

Variación de Metodología

Las metodologías de la agencia se diseñaron para utilizarse en conjunto con un juicio analítico experto ejercido a través del proceso de un comité. La combinación de metodologías transparentes, un juicio analítico aplicado caso por caso o emisor por emisor, y la divulgación completa mediante un reporte de calificación, fortalecen el proceso de calificación de Fitch, al mismo tiempo que contribuyen a la comprensión por parte de los participantes del mercado del análisis detrás de las calificaciones de la agencia.

Un comité de calificación puede ajustar la aplicación de estas metodologías para reflejar los riesgos de una transacción o una entidad específicas. Estos ajustes se denominan variaciones. Todas las variaciones serán dadas a conocer en los respectivos comentarios de acción de calificación, incluido el impacto sobre la calificación cuando corresponda.

Una variación puede ser aprobada por un comité de calificación cuando el riesgo, aspecto u otro factor relevante para la asignación de calificación, al igual que la metodología aplicada para ello, estén incluidos dentro del alcance de la metodología, pero el análisis descrito en esta requiera modificarse con el fin de contemplar factores específicos para la transacción o entidad en particular.

Anexo 3: Calificando IFNB por Encima del Soberano

Es más probable que Fitch califique una IFNB por encima del soberano, por ejemplo, asigne una IDR a largo plazo en Moneda Local a la IFNB por encima de la IDR a largo plazo en Moneda Local del soberano, o una IDR a largo plazo en Moneda Extranjera a la IFNB por encima de la IDR de largo plazo de Moneda Extranjera del soberano - cuando se cumplen dos condiciones. Primero, Fitch debe creer que una IFNB probablemente mantendría la capacidad de cumplir con sus obligaciones en la moneda relevante luego de un incumplimiento del soberano en esa moneda. Esta capacidad puede conservarse ya sea porque la IFNB recibe soporte externo o porque la solidez intrínseca de la IFNB, como se refleja en su perfil de riesgo crediticio individual, es suficiente para permitirle seguir cumpliendo con sus obligaciones después de un incumplimiento del soberano.

En segundo lugar, Fitch debe creer que el soberano, luego de su propio incumplimiento en una moneda, probablemente no impondría restricciones a la capacidad de la IFNB para cumplir con sus obligaciones en esa moneda. Se pueden aplicar restricciones a las obligaciones en Moneda Extranjera o Moneda Local. Fitch generalmente considera que las restricciones al primero son algo más probables que al segundo, lo que tiende a dar como resultado que las calificaciones en Moneda Local de la IFNB estén menos restringidas, en relación con las del soberano, que las calificaciones en Moneda Extranjera. Sin embargo, en algunos países donde los gobiernos han intervenido más, las calificaciones en Moneda Extranjera y Moneda Local de las IFNB pueden tener un tope al nivel del soberano.

Además, a diferencia de los bancos, que a menudo tienen vínculos fuertes con el perfil crediticio del soberano en el que domicilian, es posible que las IFNB no tengan los mismos vínculos o posibles restricciones en su capacidad para pagar su deuda. Por ejemplo, un administrador de inversiones global puede tener la mayor parte de su capital invertido en otros países, con una exposición limitada a la economía en la que está domiciliado. Por tanto, el perfil crediticio del administrador de inversiones puede no ser afectado directamente por el perfil crediticio del soberano.

Anexo 4: Información Usada para Asignar y Mantener Calificaciones

Principios Clave

Fitch fundamenta sus reportes y su análisis de calificación en un análisis exhaustivo de toda la información relevante conocida y considerada como pertinente para el análisis y la decisión de calificación.

Esta información incluye información disponible al público en general, información proporcionada directamente por el emisor y la información proporcionada por terceros e información relevante reunida por Fitch durante su interacción con otros emisores.

Todos los comités de calificación están obligados a verificar que los datos fueron suficientes y sólidos en relación con la decisión de calificación. Cuando hay información insuficiente para asignar o mantener una calificación, no se deberá asignar o mantener calificación alguna.

Fuentes de Información de la Metodología

Los supuestos de calificación clave para la metodología están fundamentados en discusiones establecidas con partes externas, tales como emisores, propietarios institucionales, supervisores y gobiernos, así como en el análisis de Fitch de la información financiera y no financiera, como los estados financieros e informes anuales del emisor, documentación de bonos y el mercado financiero, la industria y datos académicos y económicos, investigación e historia.

Umbral de la Información

La información fundamental que sirve de base en el proceso de calificación es información disponible para el público en general, como estados financieros anuales y provisionales (normalmente por lo menos tres años de cuentas auditadas), documentos de transacción para emisiones públicas, declaraciones públicas, presentaciones y otras divulgaciones *ad hoc* realizadas por la administración de la entidad emisora, trámites públicos regulatorios y comentarios oficiales de la industria. Esta información pública representa los requisitos mínimos para que los inversionistas tomen una decisión de inversión y está basada en el nivel y el tipo de información generalmente presentada por una compañía que cotiza en bolsa.

La divulgación pública es complementada frecuentemente por información adicional proporcionada de manera directa por la administración de la entidad emisora. Dicha información adicional puede constar de actualizaciones de información más frecuentes o confidenciales normalmente divulgadas públicamente y/o información privada específica considerada analíticamente importante. Se pueden llevar a cabo reuniones con los miembros de la administración de la entidad emisora para discutir la información proporcionada y para comprender cualquier supuesto utilizado en la elaboración de la información. La información no financiera utilizada en el proceso de calificación incluiría normalmente una descripción de los productos principales de la institución, la base de datos de clientes, los mercados geográficos, el marco de administración de riesgo, la estructura del grupo, la propiedad y la estrategia.

Fitch trabaja con la información disponible más reciente. La información pública será generalmente previsible en cuanto al momento en que se divulgará; las actualizaciones periódicas de otra información se programarán normalmente para coincidir con una revisión programada, o *ad hoc*, en respuesta a condiciones cambiantes. Esta información complementaria puede proporcionar una percepción periódica, aunque su provisión está sujeta a la discreción de la entidad calificada. Una serie cronológica de información histórica brinda una percepción importante, aunque la información más reciente tiene por lo general una ponderación mayor en la opinión prospectiva de calificación.

Fitch lleva a cabo una verificación razonable de la información factual sobre la cual se basa, de acuerdo con la metodología y los criterios de calificación relevantes, en la medida de lo posible a partir de la información de fuentes independientes y en la medida en que dichas fuentes se encuentren disponibles. La información/los datos que son insuficientemente sólidos, la falta de información/los datos consistentes o la falta de un historial suficiente para evaluar la información/los datos pueden servir para restringir una calificación asignada o limitar la capacidad de Fitch para asignar una calificación.

Supervisión

Los analistas monitorean de manera continua la información recibida o solicitada. Cuando un factor o una tendencia pudieran tener un impacto sobre la calificación, Fitch determinará el curso de acción apropiado, el cual puede ser alguno de los siguientes.

- Las instituciones financieras no bancarias se llevan ante el comité de calificación.
- Se emite a las instituciones financieras no bancarias una solicitud de información específica adicional (Fitch también puede considerar apropiado colocarla en Observación de Calificación en este momento).

Fitch también puede concluir que no es necesaria acción alguna. No hay diferencia entre un análisis nuevo de calificación y el análisis de supervisión.

Anexo 5: Uso de Pruebas de Estrés y Otras Herramientas en el Proceso de Calificación

Principios Clave

Según sea pertinente, Fitch complementará su análisis de la información relevante con una evaluación del impacto potencial de una variedad de escenarios de estrés o simulaciones razonables/plausibles.

Supuestos

Los supuestos utilizados en los análisis de estrés o de escenario variarán, pero normalmente incorporarán variables macroeconómicas, tasas de pérdida y cambios en los parámetros de riesgo (tales como la probabilidad de incumplimiento y pérdida dado el incumplimiento), y el impacto se planteará generalmente en el contexto del impacto sobre las ganancias, liquidez, cobertura de interés y/o el capital/apalancamiento. Las variables elegidas estarán determinadas por la naturaleza y/o la severidad del estrés concebido o que se está probando y se establecerán a nivel de emisor, sector, país y/o región.

Herramientas Utilizadas en el Proceso de Calificación

Según sea relevante, Fitch usará una variedad de herramientas estandarizadas para simular el efecto de la calidad/desempeño de activos, ganancias, capital y estrés de liquidez. Se puede efectuar una prueba de estrés a un sector o emisor en particular y se puede complementar con simulaciones diseñadas especialmente en casos en que los enfoques de estandarización puedan no ser apropiados.

En la medida en que los reguladores de las distintas jurisdicciones puedan efectuar pruebas de estrés o revisiones de calidad de activos a lo largo de un país o sector, Fitch puede utilizar sus propias herramientas similares para comprender mejor las pruebas de estrés de los reguladores y sus sensibilidades, reconociendo los diferentes grados de divulgación con respecto a factores como datos de referencia y variables de estrés.

Datos de Entrada y Salida

Las pruebas de estrés y de escenarios pueden requerir información estándar de naturaleza confidencial de los emisores y Fitch solicitará aquella que considere necesaria. Si dichos datos de entrada no se proporcionan, Fitch utilizará estimaciones conservadoras basadas en un juicio analítico junto con su conocimiento general de la industria y del sector. Alternativamente, se le pueden proporcionar a Fitch los análisis de escenarios propios del emisor. En tales casos, Fitch los discutirá con la administración de la entidad emisora para comprender los supuestos subyacentes utilizados en el análisis y, en su caso, hacer ajustes analíticos adicionales a los supuestos subyacentes de la administración.

A discreción de Fitch, los resultados pueden ser divulgados total o parcialmente cuando esta divulgación agrega valor al análisis y/o reporte. Sin embargo, la presencia de datos no públicos generalmente da lugar a que la divulgación sea en forma agregada o resumida. Fitch utilizará una comparación con pares, cuando corresponda, para evaluar la resistencia relativa a estreses o escenarios específicos.

Anexo 6: Sensibilidad de los Supuestos de Calificación

Las opiniones de Fitch tienen una visión prospectiva e incluyen la visión de la agencia sobre el desempeño futuro. Las calificaciones de instituciones financieras no bancarias están sujetas a un ajuste positivo o negativo basado en el desempeño financiero y operativo actual o proyectado. Los puntos siguientes incluyen una lista no exhaustiva de las sensibilidades de los supuestos principales, o cambios en los factores de calificación para créditos individuales, que pueden influenciar las calificaciones.

- **Riesgo de Entorno Operativo:** Deterioro en el entorno operativo del emisor debido a la debilitación del ambiente económico general, riesgos soberanos, salud financiera del mercado, cambios en los requerimientos o condiciones regulatorias/legislativas y gobernanza sistémica en los países en los que el emisor está operando, así como la posible imposición de controles de tipo de cambio.
- **Riesgo de Negocio:** Desarrollos en relación con la capacidad de un emisor para resistir presiones competitivas, demostrada en su posición/franquicia en mercados claves, modelo/diversificación de negocio, nivel de poder de fijación de precios y eficiencia operativa.
- **Riesgo Financiero:** Cambios en el perfil financiero de un emisor debido al impacto de desarrollos operativos, un debilitamiento del ambiente operativo de un emisor, la política financiera del emisor o el perfil de riesgo o la disponibilidad de financiamiento en caso de alteración del mercado.
- **Riesgo por Evento:** Un evento no esperado que, hasta que es explícito y definido, está excluido de las calificaciones existentes. Los riesgos por evento pueden ser detonados externamente (un cambio en la ley, un desastre natural, una conmoción política, un cambio de propiedad o un ataque cibernético) o detonados internamente, tal como un cambio en la política de capitalización, una adquisición mayor, fraude u otro evento de riesgo operacional/regulatorio/legal sustancial una reestructura administrativa o estratégica. Como la mayoría de las instituciones financieras no bancarias tiende a tener un desequilibrio en sus activos-pasivos (duración de activos más larga que la duración del fondeo), pueden ser vulnerables a un estrés de liquidez extremo. Mientras que el fondeo, liquidez y cobertura son partes fundamentales del análisis de calificación de Fitch, algunas veces eventos idiosincrásicos pueden causar un deterioro rápido y potencialmente perjudicial de manera significativa en la liquidez.
- **Riesgo de Cambio en Soporte:** Un cambio en un soporte extraordinario que probablemente esté disponible para un emisor, por ejemplo, debido a un cambio en la propiedad o desarrollos en los marcos de resolución. El riesgo por evento y los cambios en el soporte pueden tener frecuentemente más implicaciones relevantes para las calificaciones de instituciones financieras no bancarias que otros riesgos descritos anteriormente.
- **Riesgo de Instrumento Específico:** En caso de calificaciones a nivel de emisión, estas pueden ser sensibles a cambios en las calificaciones de emisor de la compañía, al riesgo de desempeño relativo al riesgo capturado en calificaciones de emisor (por ejemplo, instrumentos híbridos) y a los cambios en el riesgo de incumplimiento o prospectos de recuperación para tal instrumento, por ejemplo, como una función de la prelación (*seniority*) del instrumento, el volumen de pasivos *pari passu*, el volumen y la clasificación relativa de otros pasivos, la disponibilidad de activos no gravados o el valor empresarial del negocio.

Anexo 7: Limitaciones y Consideraciones de Aplicabilidad de Metodología Adicionales

La metodología de calificación de las instituciones financieras no bancarias contempla un análisis de “negocio en marcha” de entidades bien establecidas con objetivos estratégicos claramente definidos y una exposición manejable a riesgos de mercado cuantificables. La metodología se aplica a una amplia gama de instituciones financieras. Sin embargo, la metodología establecida puede resultar insuficiente para calificar a todas las instituciones financieras no bancarias. Los siguientes tipos de atributos pueden no ser abordados por completo en esta metodología. Por lo tanto, las instituciones que presenten algunos de estos atributos pueden no ser calificadas mediante la metodología para instituciones financieras no bancarias. Las estructuras fuera del alcance de esta metodología de calificación pueden ser evaluadas por o en conjunto con otros grupos analíticos dentro de Fitch o no calificadas por Fitch.

Consideraciones sobre Aplicabilidad de Metodología

Atributo	No se puede calificar según la metodología de instituciones financieras no bancarias	Potencialmente calificable según la metodología de instituciones financieras no bancarias
Vehículos para fines especiales (a excepción de las subsidiarias emisoras de deuda garantizada de entidades calificadas)	✓	
Vehículos de duración fija		
Vehículos de inversión con activos no identificados en el momento de su emisión	✓	
Vehículos de inversión invertidos en activos reales/no financieros para los que existe una visión limitada del riesgo crediticio, el riesgo de mercado, la estabilidad del flujo de efectivo y/o el apalancamiento de las clases de activos	✓	
Vehículos de inversión abierta con un alto grado de riesgo de valor de mercado ^a como resultado de la dependencia de la venta de activos menos líquidos o de la dependencia o venta de activos moderadamente líquidos, pero en un plazo de tiempo muy corto para cumplir con las redenciones	✓	
Vehículos de inversión abierta con un grado elevado pero manejable de riesgo de valor de mercado ^a como resultado de la dependencia de la venta de activos líquidos para satisfacer las redenciones a corto plazo		✓
Vehículos de inversión abierta con un grado limitado de riesgo de valor de mercado ^a como resultado de marcos de redención bien establecidos que están sujetos a la disponibilidad de ingresos en efectivo (colas) y, por lo tanto, proveen protección estructural no discrecional contra descargos de liquidez		✓
Vehículos de inversión casi abierta con un grado limitado de riesgo de mercado ^a debido a la falta de riesgo de redención a corto plazo, entradas y salidas de capital en efectivo muy predecibles y la capacidad de aumentar las primeras y reducir las últimas		✓
Vehículos de inversión cerrada con capital permanente y sin requisitos para la liquidación o venta forzosa de activos subyacentes		✓

^aLos riesgos de valor de mercado incluyen el riesgo de valuación con respecto a activos subyacentes, el uso de apalancamiento y/o fuentes de fondeo sensibles al sentimiento de mercado, que puede incrementar tales riesgos de valuación y/o riesgos de redención relacionados con las fuentes de capital no permanentes.
Fuente: Fitch Ratings.

Esta metodología identifica factores que son considerados por Fitch al asignar calificaciones a una entidad u obligación específica dentro del alcance de la metodología. No todos los factores de la metodología pueden aplicarse a cada calificación o acción de calificación individual. Cada comentario de acción de calificación o reporte de calificación específico analizará los factores más relevantes para la acción de calificación individual.

Las calificaciones, incluidas las Observaciones y Perspectivas de calificación asignadas por Fitch, están sujetas a las limitaciones especificadas en las Definiciones de Calificación de Fitch, disponibles en www.fitchratings.com/site/definitions. Más específicamente para instituciones financieras no bancarias, las IDR, VR, GSR, SSR y DCR no abordan específicamente el riesgo de transferencia y convertibilidad para todas y cada una de las jurisdicciones extranjeras en las que una institución bancaria no financiera opera, ni reflejan los riesgos de resolución específicos por jurisdicción.

Las calificaciones de las IFNB también están limitadas en cuanto a eventos imprevistos, los cuales no se incluyen de las calificaciones hasta que sean explícitos o estén definidos. Los riesgos de eventos pueden desencadenarse de forma externa, como un cambio en la ley, un desastre natural, un *shock* político, un cambio de propiedad o un ataque cibernético, o desencadenarse de forma interna, como un cambio en la política de capitalización, una adquisición importante, fraude u otro evento de riesgo operativo/regulatorio/de litigio sustancial o una reestructuración gerencial o estratégica.

Anexo 8: Factores que Diferencian a las Calificaciones Altamente Especulativas y Estresadas

Las descripciones basadas en texto de los atributos de diferenciación a través de los subsectores de instituciones financieras no bancarias y las categorías de calificación se indican a lo largo de este informe de metodología. Dicho esto, estas generalizaciones, a veces, pueden volverse menos instructivas en y entre niveles altamente especulativos (por ejemplo, categoría 'B') y estresadas (por ejemplo, categoría 'CCC' e inferiores), dada la naturaleza más específica del emisor de los atributos o tendencias que a menudo influyen en las calificaciones a estos niveles.

En adición a lo anterior, el riesgo crediticio es asimétrico y, por tanto, los valores atípicos positivos tienden a tener una importancia menor que los valores atípicos que son negativos. Con frecuencia, el riesgo crediticio es afectado por el eslabón más débil de una cadena en lugar de un promedio que es perfectamente combinado, por lo que los factores de riesgo alto con frecuencia atraen una importancia significativamente mayor que los factores de riesgo moderados y bajos. Por ejemplo, el riesgo sustancial de refinanciamiento a corto plazo puede superar por mucho a un modelo de negocio y una estrategia muy sólidos y, en última instancia, ejercer presión a la baja sobre las calificaciones.

Por último, los perfiles crediticios en niveles altamente especulativos y estresados pueden tener una naturaleza más "transitoria", lo que significa que pueden evolucionar rápidamente, con el potencial de resultados binarios y/o de eventos de cola que podrían dar como resultado una migración de calificación de varios escalones a lo largo del horizonte de la perspectiva.

Las definiciones de calificación de Fitch, a través de toda la agencia, indican que, en la categoría de calificación 'CCC', "el incumplimiento es una posibilidad real"; no obstante, existe un "margen de seguridad muy bajo", lo que sugiere que el incumplimiento no es necesariamente el resultado más probable para un emisor en esta categoría de calificación. En el contexto de las calificaciones de instituciones financieras no bancarias, los atributos que pueden ser indicativos de al menos este grado de dificultades financieras se detallan en la siguiente tabla.

Factores Que Distinguen las Calificaciones Altamente Especulativas y Estresadas

	Perfil Crediticio Estático	Perfil Crediticio Transitorio
Descripción	Una compañía que muestre atributos estructurales o fundamentales a largo plazo que sugieren que la entidad está posicionada firmemente dentro de la categoría de calificación actual con solo un modesto impulso potencial de calificación al alza o a la baja durante el horizonte de calificación.	Una compañía que muestra un perfil de riesgo crediticio que evoluciona de forma rápida, incluyendo el potencial de resultados binarios y/o eventos de cola que podrían resultar en una migración de calificación de varios niveles durante el horizonte de la calificación.
Uso de los Modificadores +/- en la Categoría 'CCC'	Más Propenso	Menos Propenso
Atributos Más Consistentes con la Categoría 'B'	<ul style="list-style-type: none"> • Escala /franquicia nominal; • Historial operativo inconsistente o muy limitado; • Dependiente de forma excesiva a actividades comerciales altamente volátiles; • Estándares de suscripción no definidos o cambiantes, apetito de riesgo mayor; • Están presentes ciertas deficiencias en la administración de riesgos; • Cambio frecuente de objetivos estratégicos, historial operativo limitado o inconsistente; • Calidad/desempeño de activos altamente variable y/o débil, altamente correlacionada con ciclos económicos/de las tasas; • Rentabilidad débil y/o altamente variable, altamente correlacionada con ciclos económicos/las tasas; • Riesgos muy altos de concentración de los activos; • Capital no proporcional al riesgo, más débil que el de sus pares y/o muy sensible a shocks; • Fuentes de fondeo menos estables y diversificadas, de poca duración, gran parte/totalmente garantizadas, fuentes contingentes son limitadas 	<ul style="list-style-type: none"> • No aplicable, dado que un perfil crediticio transitorio no se considera acorde con un perfil de categoría 'B'

Factores Que Distinguen las Calificaciones Altamente Especulativas y Estresadas

	Perfil Crediticio Estático	Perfil Crediticio Transitorio
Atributos Más Consistentes con la Categoría 'CCC'	<ul style="list-style-type: none"> • Escala/franquicia extremadamente limitada; • Falta de historial operativo o no es exitoso; • Modelo de negocio que evoluciona rápidamente; • Falta de historial de suscripción, apetito de riesgo extremadamente alto; • Se presentan deficiencias sustanciales en el control de riesgo; • Falta de objetivos estratégicos y/o el historial operativo es corto o inexistente; • Calidad de activos sostenida es considerablemente más débil que las normas; • Estructuralmente no rentable con retorno al punto de equilibrio altamente incierto; • Claras deficiencias de capitalización y/o valores significativamente atípicos 	<ul style="list-style-type: none"> • Riesgo importante de refinanciamiento a corto plazo y/u otras debilidades de cobertura o liquidez; • Acciones regulatorias/intervención crecientes; • Deficiencias importantes en la administración y/o gobierno • Inestabilidad, deterioro o interrupción del modelo de negocio; • Otras formas de daños reputacionales sustanciales y/o riesgos legales.

Factores Que Distinguen las Calificaciones Altamente Especulativas y Estresadas (Continuación)

	Perfil Crediticio Estático	Perfil Crediticio Transitorio
Atributos Más Consistentes con la Categoría 'CC'	<ul style="list-style-type: none"> • No aplicable, ya que un perfil estático no se considera acorde con un perfil crediticio en la categoría de calificación 'CC'. 	<ul style="list-style-type: none"> • La contratación de una compañía de reestructuración explícitamente para desarrollar un plan para involucrar a acreedores para una reestructuración del balance • Incumplimiento inminente de convenios financieros • La solicitud de exenciones por incumplimientos del <i>covenant</i> • Entrar en negociaciones formales con prestamistas
Atributos Más Consistentes con la Categoría 'C'	<ul style="list-style-type: none"> • No aplicable, ya que un perfil estático no se considera acorde con un perfil crediticio en la categoría de calificación 'C'. 	<ul style="list-style-type: none"> • Se ha iniciado un proceso de incumplimiento o similar al incumplimiento, o el emisor está en período formal de un periodo de standstill (mantenimiento y espera) de pago.

Anexo 9: Metodologías Relacionadas

Las siguiente metodologías se mantienen en vigor y se aplicarán a las calificaciones de instituciones financieras no bancarias y otras instituciones financieras, cuando sea adecuado.

Bank Rating Criteria (Metodología de Calificación de Bancos)

Country Ceilings Criteria (Metodología de Techos País)

Sukuk Rating Criteria (Metodología de Calificaciones de Sukuk)

National Scale Rating Criteria (Metodología de Calificaciones a Escala Nacional)

Corporate Rating Criteria (Metodología de Calificación de Finanzas Corporativas)

Corporate Hybrids Treatment and Notching Criteria (Metodología de Tratamiento de los Instrumentos Híbridos de Empresas Corporativas)

Corporates Recovery Ratings and Instrument Rating Criteria (Metodología de Calificación de Recuperación y de Instrumentos de Finanzas Corporativas)

Country-Specific Treatment of Recovery Ratings Criteria (Metodología de Tratamiento Específico por País de las Calificaciones de Recuperación)

Third-Party Partial Credit Guarantees Rating Criteria (Metodología de Calificación de Garantías Parciales de Crédito de Terceras Partes)

DIP (Debtor-in-Possession) Rating Criteria (Metodología de Calificación para Deudor en Posesión [DIP])

Anexo 10: Definiciones e Indicadores Financieros por Subsector

Resumen de Indicadores Fundamentales y de Referencia Cuantitativos de Instituciones Financieras No Bancarias

		Evaluación del Entorno Operativo	aa o mayor	a	bbb	bb	b o menor
Sociedades de Corretaje de Valores (Alto Uso de Balance)							
Ganancias y Rentabilidad	Utilidad operativa/Capital promedio (%)	Categoría 'aa' o mayor	x>20	10<x≤20	5<x≤10	3<x≤5	x≤3
	Utilidad operativa/Capital promedio (%)	Categoría 'a'	x>25	15<x≤25	5<x≤15	3<x≤5	x≤3
	Utilidad operativa/Capital promedio (%)	Categoría 'bbb'		x>15	10<x≤15	3<x≤10	x≤3
	Utilidad operativa/Capital promedio (%)	Categoría 'bb'			x>15	10<x≤15	x≤10
	Utilidad operativa/Capital promedio (%)	Categoría 'b' o menor				x>15	x≤15
Capitalización y Apalancamiento	(Activos tangibles – Reportos inversos – Préstamos de valores)/Capital tangible (x)	Categoría 'aa' o mayor	x<5.0	5.0≤x<10.0	10.0≤x<15.0	15.0≤x<20.0	x>20.0
	(Activos tangibles – Reportos inversos – Préstamos de valores)/Capital tangible (x)	Categoría 'a'	x<2.5	2.5≤x<10.0	10.0≤x<15.0	15.0≤x<20.0	x>20.0
	(Activos tangibles – Reportos inversos – Préstamos de títulos valores)/Capital tangible (x)	Categoría 'bbb'		x<5.0	5.0≤x<10.0	10.0≤x<15	x>15
	(Activos tangibles – Reportos inversos – Préstamos de valores)/Capital tangible (x)	Categoría 'bb'			x<5.0	5.0≤x<12.0	x>12.0
	(Activos tangibles – Reportos inversos – Préstamos de valores)/Capital tangible (x)	Categoría 'b' o menor				x<7.0	x>7.0
Fondeo, Liquidez y Cobertura	Activos líquidos/Fondeo de corto plazo (%)	Categoría 'aa' o mayor	x>200	150<x≤200	100<x≤150	85<x≤100	x≤85
	Activos líquidos/Fondeo de corto plazo (%)	Categoría 'a'	x>300	175<x≤300	100<x≤175	85<x≤100	x≤85
	Activos líquidos/Fondeo de corto plazo (%)	Categoría 'bbb'		x>300	175<x≤300	100<x≤175	x≤100
	Activos líquidos/Fondeo de corto plazo (%)	Categoría 'bb'			x>300	150<x≤300	x≤150
	Activos líquidos/ Fondeo de corto plazo (%)	Categoría 'b' o menor				x>200	x≤200
Sociedades de Corretaje de Valores (Bajo Uso de Balance)							
Ganancias y Rentabilidad	EBITDA/ingresos (%)	Todas	x>50	30<x≤50	20<x≤30	10<x≤20	x≤10
Capitalización y Apalancamiento	Deuda bruta/EBITDA (x)	Todas	x<0.5	0.5≤x<1.5	1.5≤x<2.5	2.5≤x<3.5	x>3.5
Fondeo, Liquidez y Cobertura	EBITDA/Gastos por intereses (x)	Todas	x>15	10<x≤15	6<x≤10	3<x≤6	x≤3
Administradores de Inversiones que Cobran Comisiones Principalmente Basadas en el Valor Neto de los Activos (Administradores de Inversiones Tradicionales y Administradores de Fondos de Cobertura)							
Desempeño de los Activos	Flujos netos de clientes/ (F)AUM iniciales (%)	Todas	x>10	5<x≤10	5>x>(5)	(5)>x>(10)	x≤(10)
Ganancias y Rentabilidad	(F)EBITDA/Ingresos por Comisiones (%)	Todas	x>50	30<x≤50	20<x≤30	10<x≤20	x≤10
Capitalización y Apalancamiento	Deuda bruta/(F)EBITDA (x) ajustado	Todas	x<0.25	0.25≤x<1.5	1.5≤x<3.0	3.0≤x<5.0	>5.0
Fondeo, Liquidez y Cobertura	(F)EBITDA/Gastos por intereses (x)	Todas	x>18	12<x≤18	6<x≤12	3<x≤6	x≤3

Notas: Si/Cuando indicadores adicionales se consideran relevantes sobre la base de un emisor específico, dichos indicadores serán articulados en el comentario de acción de calificación del emisor. Continúa en la siguiente página.
Fuente: Fitch Ratings.

Resumen de Indicadores Fundamentales y de Referencia Cuantitativos de Instituciones Financieras No Bancarias (continuación)

		Evaluación del Entorno Operativo	aa o mayor	a	bbb	bb	b o menor
Administradores de inversiones que Cobran Comisiones Principalmente Basadas en el capital Invertido/Comprometido (Administradores de Inversiones Alternativas)							
Desempeño de los Activos	Flujos netos de clientes/ (F)AUM iniciales (%)	Todas	x>10	5<x≤10	5>x>(5)	(5)>x>(10)	x≤(10)
Ganancias y Rentabilidad	(F)EBITDA/Ingresos por comisiones (%)	Todas	x>50	30<x≤50	20<x≤30	10<x≤20	x≤10
Capitalización y Apalancamiento	Deuda bruta/(F)EBITDA (x) ajustado	Todas	x<0.50	0.50≤x<2.5	2.5≤x<4.0	4.0≤x<6.0	>6.0
Fondeo, Liquidez y Cobertura	(F)EBITDA/Gastos por intereses (x)	Todas	x>12	8<x≤12	4<x≤8	2<x≤4	x≤2
Compañías de Inversiones							
Capitalización y Apalancamiento	Deuda bruta/Capital tangible (x)	Todas	x<0.15	0.15≤x<0.35	0.35≤x<0.50	0.50≤x<1.0	>1.0
Fondeo, Liquidez y Cobertura	Cobertura de dividendos ascendentes e ingresos por intereses de un año sobre los gastos por intereses de un año de la compañía controladora (x)	Todas	x>10	6<x≤10	3.5<x≤6.0	2.5<x≤3.5	x≤2.5
Fondeo, Liquidez y Cobertura	Cobertura de dividendos ascendentes e ingresos por intereses de un año sobre los gastos operativos, gastos por intereses y dividendos de dos años de la compañía controladora (x)	Todas	x>1.0	x>1.0	x>1.0	x≤1.0	x≤1.0
Compañías de Desarrollo de Negocios							
Calidad de Activos	Ganancias netas realizadas/Cartera promedio, al valor (%)	Todas	x>5	2≥x>5	(3)≥x>2	(3)≥x>(6)	x≤(6)
Ganancias y Rentabilidad	Ingresos de inversión netos/Cartera promedio, al costo (%)	Todas	5<x≤10	5<x≤10	5<x≤10	x≤5 o x>10	x≤5 o x>10
Capitalización y Apalancamiento	(Activos totales - Pasivos totales sin incluir deuda regulatoria ^a - [Deuda regulatoria x Requisito de cobertura de activos])/(Activos totales - Pasivos totales sin incluir deuda regulatoria) (%)	Todas	x>60%	33%<x≤60%	11%<x≤33%	0%<x≤11%	x=0%
	Deuda implícita/Capital tangible (con un requisito de cobertura de activos de 200%)	Todas	x<0.25	0.25≤x<0.50	0.50≤x<0.80	0.80≤x<1.00	x≥1.00
	Deuda implícita/ Capital tangible (con un requisito de cobertura de activos de 150%)	Todas	x<0.36	0.36≤x<0.80	0.80≤x<1.45	1.45≤x<2.00	x≥2.00
Fondeo, Liquidez y Cobertura	Deuda sin garantía/Deuda total (%)	Todas	x>90	50<x≤90	35<x≤50	x≤35	x=0
Compañías de Financiamiento y Arrendamiento (Alto Uso de Balance General)							
Calidad de Activos ^b	Préstamos vencidos/Préstamos brutos o incumplimientos en activos arrendados/Activos totales arrendados (%)	Categoría 'aa' o mayor	x≤1	1<x≤3	3<x≤6	6<x≤14	x>14
	Préstamos vencidos/Préstamos brutos o incumplimientos en activos arrendados/Activos totales arrendados (%)	Categoría 'a'	x≤0.25	0.25<x≤2	2<x≤5	5<x≤12	x>12
	Préstamos vencidos/Préstamos brutos o incumplimientos en activos arrendados/Activos totales arrendados (%)	Categoría 'bbb'		x≤0,5	0,5<x≤4	4<x≤10	x>10
	Préstamos vencidos/Préstamos brutos o incumplimientos en activos arrendados/Activos totales arrendados (%)	Categoría 'bb'			x≤0,75	0,75<x≤5	x>5
	Préstamos vencidos/Préstamos brutos o incumplimientos en activos arrendados/Activos totales arrendados (%)	Categoría 'b' o menor				x≤1	x>1
Ganancias y Rentabilidad	Utilidad antes de impuestos/Activos promedio (%)	Categoría 'aa' o mayor	x>4.0	3.0<x≤4.0	2.0<x≤3.0	1.0<x≤2.0	x≤1.0
	Utilidad antes de impuestos/Activos promedio (%)	Categoría 'a'	x>5.0	3.5<x≤5.0	2.5<x≤3.5	1.0<x≤2.5	x≤1.0
	Utilidad antes de impuestos/Activos promedio (%)	Categoría 'bbb'		x>6.0	4.0<x≤6.0	1.0<x≤4.0	x≤1
	Utilidad antes de impuestos/Activos promedio (%)	Categoría 'bb'			x>6.0	2.0<x≤6.0	x≤2.0
	Utilidad antes de impuestos/Activos promedio (%)	Categoría 'b' o menor				x>7.0	x≤7.0

^aUna deuda regulatoria se define como deuda corporativa a plazo, excluyendo los préstamos de administración de pequeñas compañías. ^bEn los casos en que los indicadores de calidad de activos exhiben diferencias estacionales en su desempeño, Fitch puede tratar de normalizar dichas métricas mediante la evaluación de la calidad de activos en un momento específico. Fitch puede excluir o normalizar un punto de datos trimestral si se cree que está influenciado indebidamente por la estacionalidad en lugar de reflejar una tendencia de largo plazo sobre la calidad de activos. En el caso de las compañías de arrendamiento, los indicadores de calidad de activos se calculan como incumplimientos en los activos arrendados más las ganancias y pérdidas incurridas en la venta de activos arrendados/activos totales arrendados. Notas: Si/Cuando indicadores adicionales se consideran relevantes sobre la base de un emisor específico, dichos indicadores serán articulados en el comentario de acción de calificación del emisor. *Continúa en la siguiente página.*
Fuente: Fitch Ratings.

Resumen de Indicadores Fundamentales y de Referencia Cuantitativos de Instituciones Financieras No Bancarias (continuación)

		Evaluación del Entorno Operativo	aa o mayor	a	bbb	bb	b o menor
Compañías de financiamiento y arrendamiento (Alto Uso de Balance General) (cont.)							
Capitalización y Apalancamiento	Deuda/Capital tangible (x)	Categoría 'aa' o mayor	x < 1.0	1.0 ≤ x < 3.0	3.0 ≤ x < 5.0	5.0 ≤ x < 8.0	x ≥ 8.0
	Deuda/Capital tangible (x)	Categoría 'a'	x < 0.8	0.8 ≤ x < 3.0	3.0 ≤ x < 5.0	5.0 ≤ x < 7.5	x ≥ 7.5
	Deuda/Capital tangible (x)	Categoría 'bbb'		x < 0.75	0.75 ≤ x < 4.0	4.0 ≤ x < 7.0	x ≥ 7.0
	Deuda/Capital tangible (x)	Categoría 'bb'			x < 0.6	0.6 ≤ x < 5.5	x ≥ 5.5
	Deuda/Capital tangible (x)	Categoría 'b' o menor				x < 0.5	x ≥ 0.5
Fondeo, Liquidez y Cobertura	Deuda no garantizada/Deuda total (%)	Categoría 'aa' o mayor	x > 90	50 < x ≤ 90	35 < x ≤ 50	x ≤ 35	x = 0
	Deuda no garantizada/Deuda total (%)	Categoría 'a'	x > 95	60 < x ≤ 95	40 < x ≤ 60	10 < x ≤ 40	x ≤ 10
	Deuda no garantizada/Deuda total (%)	'bbb'		x > 95	75 < x ≤ 95	20 < x ≤ 75	x ≤ 20
	Deuda no garantizada/Deuda total (%)	Categoría 'bb'			x = 100	50 < x ≤ 100	x ≤ 50
	Deuda no garantizada/Deuda total (%)	Categoría 'b' o menor				x > 95	x ≤ 95
Compañías de Financiamiento y Arrendamiento (Bajo Uso de Balance General)							
Ganancias y Rentabilidad	EBITDA/ingresos (x)	Todas	x > 50	30 < x ≤ 50	20 < x ≤ 30	10 < x ≤ 20	x ≤ 10
Capitalización y Apalancamiento	Deuda/EBITDA (x)	Todas	x < 0.5	0.5 ≤ x < 1.5	1.5 ≤ x < 2.5	2.5 ≤ x < 3.5	x ≥ 3.5
Fondeo, Liquidez y Cobertura	EBITDA/Gastos por intereses (x)	Todas	x > 15	10 < x ≤ 15	6 < x ≤ 10	3 < x ≤ 6	x ≤ 3
Compañías de Infraestructura del Mercado Financiero (Cambios, CCP y CSD No Bancarios)							
Ganancias y Rentabilidad	EBITDA/ingresos (%)	Todas	x > 50	30 < x ≤ 50	20 < x ≤ 30	10 < x ≤ 20	x ≤ 10
Capitalización y Apalancamiento	Deuda bruta/EBITDA (x)	Todas	x < 0.5	0.5 ≤ x < 2.0	2.0 ≤ x < 3.5	3.5 ≤ x < 5.5	x ≥ 5.5
Fondeo, Liquidez y Cobertura	EBITDA/Gastos por intereses (x)	Todas	x > 15	10 < x ≤ 15	6 < x ≤ 10	3 < x ≤ 6	x ≤ 3

Notas: Si/Cuando indicadores adicionales se consideran relevantes sobre la base de un emisor específico, dichos indicadores serán articulados en el comentario de acción de calificación del emisor. CCP – central clearing counterparties, se puede traducir como contrapartes centrales de valores. CSD – central securities depositories, se puede traducir como depositarios centrales de valores.

Fuente: Fitch Ratings.

Indicadores de Sociedades de Corretaje de Valores

Indicador	Definición	Fundamental o Complementario	Sociedades de Corretaje con Alto Uso de Balance General	Sociedades de Corretaje con Bajo Uso de Balance General
Indicadores de Calidad de Activos				
Indicador de cartera vencida y de incumplimiento ^a	Préstamos en que los ingresos han dejado de acumularse, el préstamo ha sido reestructurado o la cuenta por cobrar se considera de otro modo como préstamos en incumplimiento /préstamos al final del período.	Complementario	✓	
Reservas para pérdidas crediticias/Préstamos vencidos	Reservas para pérdidas crediticias/Préstamos vencidos	Complementario	✓	
Cargos por provisiones para créditos/Préstamos brutos promedio	Cargos por provisiones para créditos/Préstamos brutos promedio	Complementario	✓	
Préstamos vencidos menos reservas para pérdidas crediticias/Capital tangible	(Arrendamientos y préstamos vencidos - Reservas para pérdidas crediticias)/Capital tangible	Complementario	✓	
Crecimiento de préstamos brutos	Es el incremento del total de los préstamos de clientes al final del período contable menos el total de los préstamos a clientes en el inicio del período contable como un porcentaje de los préstamos de clientes en el inicio de dicho período contable.	Complementario	✓	
Indicadores de Riesgo de Mercado				
VaR Promedio/Capital tangible	VaR promedio de período de negociación considerado como reportado y ajustado al intervalo de confianza de 99% y al período de tenencia de un día; los datos se evalúan incluyendo y excluyendo la diversificación atribuida.	Complementario	✓	
VaR estresado de Fitch/Capital tangible	El VaR estresado de Fitch se calcula multiplicando el VaR máximo agregado de 10 días de nivel de 99% por un factor de cinco; destinado a capturar el riesgo de mercado en condiciones de mercado extremadamente severas.	Complementario	✓	
Índice de eficiencia de Intermediación	Principales ingresos de intermediación (anual/252 días) o (trimestral/63 días)/VaR de intermediación promedio (99%, un día, dólares estadounidenses)	Complementario	✓	
Indicadores de Ganancias y Rentabilidad				
Utilidad operativa/Capital promedio	Utilidad antes de impuestos, antes de ingresos y gastos no recurrentes y no operativos como porcentaje del capital promedio reportado	Fundamental	✓	
EBITDA/ingresos	EBITDA con ajustes para elementos significativos no relacionados con el efectivo, como gastos de compensación que no son en efectivo, como porcentaje de los ingresos totales	Fundamental		✓
ROAE ajustado	Utilidad neta reportada, excluyendo operaciones descontinuadas y cargos extraordinarios únicos y los efectos de CVA/DVA como un porcentaje del capital promedio reportado	Complementario	✓	
Gasto operativo/Ingreso	Gastos operativos (incluyendo gasto por intereses) como un porcentaje de ingreso total.	Complementario	✓	
Compensación/Ingreso neto	Compensación pagada en el período como un porcentaje del ingreso neto, aislado de compensación de corredores e intermediarios (traders) cuando sea posible	Complementario	✓	

^aCuando se presentan con base en la Norma Internacional de Información Financiera 9, la cartera vencida serán los préstamos clasificados como en etapa 3. Notas: Si/Cuando indicadores adicionales se consideran relevantes sobre la base de un emisor específico, dichos indicadores serán articulados en el comentario de acción de calificación del emisor. CVA - Credit Valuation Adjustment. DVA - Debit Valuation Adjustment. Continúa en la siguiente página.
Fuente: Fitch Ratings.

Indicadores de Sociedades de Corretaje de Valores (continuación)

Indicador	Definición	Fundamental o Complementario	Sociedades de Corretaje con Alto Uso de Balance General	Sociedades de Corretaje con Bajo Uso de Balance General
Indicadores de Capitalización y Apalancamiento				
Apalancamiento Neto Ajustado	(Activos tangibles - Acuerdos de recompra inversa - Préstamo de valores)/Capital tangible	Fundamental	✓	
Deuda Bruta/EBITDA	Deuda bruta dividida por EBITDA, con ajustes para cargos significativos no monetarios como gastos de compensación que no sean en efectivo	Fundamental		✓
Apalancamiento Bruto	Activos totales divididos por capital total	Complementario	✓	
Apalancamiento Bruto Tangible	(Activos tangibles más aumentos brutos para derivados, Acuerdos de recompra inversa y Préstamo de valores)/Capital tangible Los activos tangibles equivalen a los activos totales menos el crédito mercantil y los intangibles. Los derivados, los acuerdos de recompra inversa y los préstamos de valores son englobados de cualquier monto neto que pudiera, de otra manera, ser excluido de montos reportados en el balance general.	Complementario	✓	
Apalancamiento Ajustado	(Activos tangibles - Acuerdos de recompra inversa)/Capital tangible	Complementario	✓	
Indicadores de Capital Común de Nivel 1 (Tier 1) ^a	Indicador como es reportado a los reguladores en la jurisdicción relevante; el cálculo es: capital común como fue definido por los reguladores locales como un porcentaje de activos ponderados por riesgo como fue definido por los reguladores en la jurisdicción relevante	Complementario	✓	
Indicadores de Fondeo y Liquidez				
Activos Líquidos/Fondeo de Corto Plazo	Activos totales menos activos no líquidos (definidos a continuación) como un porcentaje del fondeo mayorista que vence dentro de 12 meses. Los activos no líquidos generalmente incluyen deuda de alto rendimiento + <i>merchant bank</i> , inversiones de capital privado + mercado emergente + préstamos de consumo + préstamos bancarios + crédito mercantil + intangibles + derivados sin grado de inversión valuados a mercado + otros activos + activos residuales sin grado de inversión.	Fundamental	✓	
EBITDA/Gastos por intereses	EBITDA con ajustes por elementos importantes que no contienen efectivo, como gastos de compensación sin efectivo, como un múltiplo de los gastos por intereses	Fundamental		✓
Fondeo de Largo Plazo/Activos no Líquidos	Capital y préstamos de largo plazo como un porcentaje de activos líquidos (como se definió anteriormente)	Complementario	✓	

^aCuando se presentan con base en la Norma Internacional de Información Financiera 9, la cartera vencida serán los préstamos clasificados como en etapa 3. Notas: Si/Cuando indicadores adicionales se consideran relevantes sobre la base de un emisor específico, dichos indicadores serán articulados en el comentario de acción de calificación del emisor. *Continúa en la siguiente página.*
Fuente: Fitch Ratings.

Balance Simplificado y Cálculo de Indicadores de Capitalización

Identificador	Descripción	Valor
Balance condensado		
A	Efectivo	15
B	Préstamo de valores (neto)	15
C	Reporto inverso (neto)	10
D	Instrumentos derivados (neto)	5
	Inventario de otros valores	50
E	Crédito mercantil e intangibles	5
F	Activos totales	100
	Pasivos totales	75
G	Capital híbrido	5
	Capital	10
	Utilidades retenidas	10
H	Capital total	25
Otra información de notas a los estados financieros		
I	Préstamo de valores (bruto)	25
J	Reportos inversos (bruto)	20
K	Instrumentos derivados (bruto)	15
L	Activos ponderados por riesgo	40
Cálculos		
M	Activos tangibles	Fórmula 95 = F-E
N	Capital tangible	15 = H-G-E
O	Aumento en préstamo de valores	10 = I-B
P	Aumento en reportos inversos	10 = J-C
Q	Aumento en instrumentos derivados	10 = K-D
	Apalancamiento bruto	4.0 = F/H
	Apalancamiento bruto tangible	8.3 = (M+O+P+Q)/N
	Apalancamiento ajustado	5.7 = (M-C)/N
	Apalancamiento neto ajustado	4.7 = (M-B-C)/N

Fuente: Fitch Ratings.

Indicadores de Administrador de Inversiones

Indicador	Definición	Fundamental o Complementario	Administradores de Inversiones Alternativos	Administradores de Inversiones Tradicionales
Indicadores de Desempeño de Activos				
Tasa de crecimiento de (F)AUM	Flujo de Clientes Neto/(F) AUM Iniciales) -1	Fundamental	✓	✓
Éxito en la recaudación de fondos	(Entradas brutas - Redenciones brutas - Distribuciones brutas)/ (F)AUM Iniciales	Complementario	✓	✓
Rendimiento de la comisión de administración	Comisiones de administración /Promedio de (F)AUM	Complementario	✓	✓
Rendimiento de ingresos	Ingresos totales/Promedio de (F)AUM	Complementario	✓	✓
Rendimiento de (F)EBITDA	(F)EBITDA/Promedio de (F)AUM	Complementario	✓	✓
Indicadores de Ganancias y Rentabilidad				
Margen (F)EBITDA	(F)EBITDA/Ingresos por comisiones totales	Fundamental	✓	✓
Contribución de comisiones de administración	Comisiones de administración/Comisiones totales	Complementario	✓	
Contribución total de las comisiones de administración	Comisiones de administración/Ingresos totales	Complementario	✓	
Eficiencia operativa	(Compensación base + Gastos operativos)/Ingresos por comisiones totales	Complementario	✓	✓
Indicador de compensación de incentivos	Compensación por incentivo/Ingresos por incentivos	Complementario	✓	
Margen de ganancias por comisiones	Ganancias por comisiones (Utilidad neta)/Ingreso por comisiones	Complementario	✓	
Rendimiento sobre capital promedio	Utilidad neta (económica)/Capital promedio	Complementario	✓	✓
Indicadores de Capitalización y Apalancamiento				
Apalancamiento de flujo de efectivo	Los pasivos brutos que devengan intereses/(F) EBITDA, con ajustes realizados para elementos que no cuentan con efectivo y no recurrentes significativos de (F)EBITDA se definen como comisiones de administración, transacción, monitoreo y asesoramiento - gastos operativos + gastos por intereses + depreciación + amortización + compensación de capital. Los ingresos de interés y de dividendos pueden incluirse si se consideran de naturaleza recurrente.	Fundamental	✓	✓
Apalancamiento de flujo de efectivo neto	(Pasivos brutos que devengan intereses - efectivo y equivalentes del Balance General)/(F)EBITDA, con ajustes realizados para elementos significativos que no son efectivo y no recurrentes	Complementario	✓	✓
Apalancamiento del balance	Pasivos brutos que devengan intereses/Capital tangible Fitch define el capital tangible como el capital menos el crédito mercantil y otros intangibles. Al realizar los cálculos de apalancamiento del balance para los administradores de inversiones, Fitch generalmente se enfoca en el balance no consolidado para excluir los efectos de los activos y pasivos sin recurso.	Complementario	✓	✓
Apalancamiento del balance neto	(Pasivos brutos que devengan intereses - Efectivo y equivalentes)/ Capital tangible	Complementario	✓	✓
Indicadores de Liquidez				
Cobertura de intereses	(F)EBITDA, con ajustes para elementos significativos que no son efectivo y no recurrentes/Gastos por interés	Fundamental	✓	✓
Dependencia de Fondeo Total a Corto Plazo	(Deuda a Corto Plazo + Porción Corriente de la Deuda a Largo Plazo)/Total de pasivos que devengan intereses	Complementario	✓	✓
Cobertura de deuda por activos líquidos	(Efectivo + inversiones líquidas)/Pasivos brutos que devengan intereses	Complementario	✓	✓
Cobertura de deuda por activos	(Efectivo + inversiones líquidas + conversiones en balance)/ Pasivos brutos que devengan intereses	Complementario	✓	✓
Cobertura líquida de compromisos de coinversión	(Efectivo + Valores líquidos)/Compromisos de coinversión no llamados	Complementario	✓	✓
Activos líquidos	(Efectivo + Valores líquidos)/Activos totales	Complementario	✓	✓
Razón de pago de dividendos	Distribuciones/Ganancias en efectivo	Complementario	✓	✓
Notas: Si/Cuando indicadores adicionales se consideran relevantes sobre la base de un emisor específico, dichos indicadores serán articulados en el comentario de acción de calificación del emisor.				
Fuente: Fitch Ratings.				

Indicadores de Compañías de Inversiones y Fondos de Inversiones

Indicador	Definición	Fundamental o Complementario	Compañías de Inversiones	Fondos de Inversión Abiertos	Otros Fondos de Inversión
Indicadores de Calidad/Desempeño de Activos					
Perfil de riesgo crediticio del portafolio	Promedio ponderado de la calidad crediticia de las inversiones/Compañías del portafolio	Complementario	✓		
Indicadores de Ganancias y Rentabilidad					
Rentabilidad de activos promedio	Utilidad neta/Activos promedio	Fundamental	✓	✓	✓
Rentabilidad sobre capital promedio	Utilidad neta/Capital promedio	Complementario	✓	✓	✓
Indicadores de Capitalización y Apalancamiento					
Apalancamiento del balance	Deuda bruta/ Capital tangible o Total de pasivos que devengan intereses/Valor del activo neto	Fundamental	✓		✓
Apalancamiento bruto	(Posiciones largas de inversiones brutas + Posiciones cortas brutas)/Valor del activo neto	Fundamental		✓	
Indicadores de Fondeo, Liquidez y Cobertura					
Cobertura de efectivo y valores no gravados	(Efectivo + Activos no gravados)/Deuda no garantizada	Fundamental		✓	✓
Cobertura de intereses	Cobertura de dividendos ascendentes e ingresos por intereses (o EBITDA) de un año sobre los gastos operativos de intereses de la compañía controladora	Fundamental	✓		
Cobertura de gastos operativos ^a	Cobertura de dividendos ascendentes e ingresos por intereses (o EBITDA) de un año sobre los gastos operativos, gastos por intereses y dividendos de dos años de la compañía controladora	Fundamental	✓		
Activos no Líquidos	Total de activos no líquidos/Valor neto del activo	Complementario		✓	

^aPara las compañías de inversión que son privadas y que no tienen políticas de dividendos establecidas, Fitch probablemente eliminará los dividendos de la compañía controladora del denominador de este indicador. Notas: Si/Cuando indicadores adicionales se consideran relevantes sobre la base de un emisor específico, dichos indicadores serán articulados en el comentario de acción de calificación del emisor.
Fuente: Fitch Ratings.

Indicadores de Compañías de Desarrollo de Negocios

Indicador	Definición	Fundamental o Complementario
Indicadores de Calidad de Activos		
Ganancias (pérdidas) netas del portafolio	Ganancias netas realizadas/Portafolio promedio, al valor	Fundamental
Activos que no devengan al costo	Activos que no devengadan/Portafolio, al costo	Complementario
Activos que no devengan, a Valor Razonable	Activos que no devengan/Portafolio, a valor razonable	Complementario
Indicadores de Ganancias y Rentabilidad		
Valuación del Portafolio Neto	Apreciación (depreciación) no realizada neta /Portafolio inicial, al valor razonable	Complementario
Concentraciones del portafolio	Principales 10 inversiones del portafolio, al Valor/capital	Complementario
Rendimiento neto de ingresos por inversión	Ingresos por inversión netos/Portafolio promedio, al costo	Fundamental
Rendimiento de ingresos por inversión	Ingresos por inversión/Portafolio promedio, al costo	Complementario
Eficiencia operativa	Gastos no relacionados con intereses ni incentivos/Portafolio promedio, al costo	Complementario
Indicador de compensación	Compensación/Portafolio promedio, al costo	Complementario
Rentabilidad sobre activos promedio	Utilidad neta/Activos promedio	Complementario
Indicadores de Capitalización y Apalancamiento		
Indicador de Colchón de cobertura de activos ^a	$(\text{Activos totales} - \text{Pasivos totales sin incluir deuda regulatoria} - [\text{Valor nominal de deuda regulatoria} \times \text{Requisito de cobertura de activos}]) / (\text{Activos totales} - \text{Pasivos totales sin incluir deuda regulatoria})$	Fundamental
Apalancamiento	Pasivos que devengan intereses/Capital tangible	Complementario
Índice de cobertura de activos ^a	$(\text{Activos totales} - \text{Pasivos totales sin incluir la deuda regulatoria}) / \text{Deuda regulatoria}$	Complementario
Sensibilidad al límite de apalancamiento	$(\text{Capital} - \text{Pasivos que devengan intereses}) / \text{Portafolio, al valor}$	Complementario
Indicadores de Fondeo y Liquidez		
Mezcla de fondeo	Deuda sin garantía/Deuda total	Fundamental
Dependencia de Fondeo Total a Corto Plazo	$(\text{Deuda a Corto Plazo} + \text{Porción Corriente de la Deuda a Largo Plazo}) / \text{Total de pasivos que devengan intereses}$	Complementario
Cobertura de intereses	EBITDA/Gastos por intereses	Complementario
Cobertura de ganancias en efectivo sobre dividendos	$(\text{Ingresos netos por inversión} - \text{Ganancias no relacionadas con efectivo} + \text{Gastos no relacionados con efectivo}) / \text{Dividendos declarados}$	Complementario
Cobertura de ganancias sobre dividendos	Ingresos netos por inversión/Dividendos declarados	Complementario
Ingresos No monetarios ^b	Ingresos no monetarios/Ingresos por intereses y dividendos	Complementario

^aUna deuda regulatoria se define como deuda corporativa a plazo, excluyendo los préstamos de administración de pequeñas compañías. ^bAjustado por ganancias que no son efectivo y recibidas en efectivo, cuando sea posible. Notas: Si/Cuando indicadores adicionales se consideran relevantes sobre la base de un emisor específico, dichos indicadores serán articulados en el comentario de acción de calificación del emisor..

Fuente: Fitch Ratings.

Indicadores de Compañías de Financiamiento y Arrendamiento

Indicador	Definición	Fundamental o Complementario	Financiamiento Comercial y de Consumo	Arrendamiento	Servicios Financieros
Indicadores de Calidad de Activos					
Indicador de cartera vencida y de incumplimiento	Préstamos o arrendamientos en los que los ingresos han dejado de acumularse, el préstamo se ha reestructurado o la cuenta por cobrar se considera deteriorada/Préstamos o arrendamientos al final del período	Fundamental ^a	✓	✓	✓
Indicador de cartera vencida sobre capital	(Arrendamientos y préstamos vencidos - Reservas para pérdidas crediticias)/ Capital tangible	Complementario	✓	✓	✓
Índice de Castigos Netos	(Pérdidas brutas de principal- Recuperaciones)/Préstamos promedio durante el período	Complementario	✓	✓	✓
Cobertura de reserva sobre préstamos vencidos	Reservas para préstamos vencidos/Préstamos y arrendamientos vencidos	Complementario	✓	✓	✓
Índice de ganancia (pérdida) en residuales	Ganancia o pérdida en la venta de vehículos y equipos residuales/ Valor depreciado de los activos vendidos	Complementario		✓	
Indicadores de Ganancias y Rentabilidad					
Rendimiento antes de impuestos sobre activos promedio	Utilidad neta antes de impuestos reportada /Activos promedio	Fundamental ^a	✓	✓	✓
Margen de EBITDA	Ganancias antes de intereses, Impuestos, Depreciación y Amortización/Ingresos con ajustes por elementos significativos que no son efectivo Fitch puede hacer ajustes a su cálculo de EBITDA para excluir el gasto de depreciación si se cree que es un gasto operativo recurrente y no se espera un cambio significativo en los niveles de activos arrendados. Sin embargo, en ese caso, Fitch buscaría agregar el producto de la venta de los activos arrendados a su cálculo del flujo de efectivo, ya que probablemente se consideraría como una fuente significativa de repago de la deuda.	Fundamental ^b	✓	✓	✓
Rendimiento antes de impuestos sobre el capital promedio	Utilidad neta antes de impuestos reportada/ Capital promedio	Complementario	✓	✓	✓
Margen de utilidad antes de impuestos	Utilidad operativa antes de impuestos/Ingresos totales	Complementario	✓	✓	✓
Indicador de gastos operativos	Gastos operativos/Ingresos netos totales	Complementario	✓	✓	✓
Indicador de gastos de depreciación	Gastos de depreciación/Ingresos totales	Complementario		✓	
Contribución de ganancia (pérdida) de valor residual	Ganancia o pérdida de venta de vehículos y equipos residuales/Utilidad antes de impuestos reportada	Complementario		✓	
Indicadores de Capitalización y Apalancamiento					
Apalancamiento Tangible del balance	(Deuda reportada + Porción de deuda de capital híbrido)/(Capital total de accionistas - Crédito Mercantil - Intangibles - Activos por impuestos diferidos relacionados con pérdidas fiscales netas pendientes de amortizar (si están disponibles y a un valor mínimo de cero), de lo contrario activos por impuestos diferidos netos en su totalidad (a un valor mínimo de cero) - Intereses minoritarios ^d + Porción de capital de capital híbrido)	Fundamental ^a	✓	✓	✓
Apalancamiento de flujo de efectivo	Deuda total/Ganancias antes de intereses, Impuestos, Depreciación y amortización (ver la definición de EBITDA arriba)	Fundamental ^b	✓	✓	✓

^aAplicable a las compañías de financiamiento y arrendamiento con alto uso de balance. Cuando se presentan con base en la Norma Internacional de Información Financiera 9, la cartera vencida serán los préstamos clasificados como en 'etapa 3'. En el caso de las compañías de arrendamiento, el indicador de calidad de activos se calcula como incumplimientos en los activos arrendados más las pérdidas incurridas en la venta de activos arrendados/activos totales arrendados. Con respecto a los arrendadores de equipos, Fitch no excluirá los activos por derechos de mantenimiento y las primas de arrendamiento del capital tangible si se cree que estos elementos del balance general contienen un valor económico suficiente para apoyar a los acreedores. ^bAplicable a las compañías de financiamiento y arrendamiento con bajo uso de balance. ^cAplicable únicamente a compañías de financiamiento y arrendamiento con licencia bancaria. ^dSe excluyen los intereses no controladores, a menos que se considere que exhiben capacidad de absorción de pérdidas. Notas: Si/Cuando indicadores adicionales se consideran relevantes sobre la base de un emisor específico, dichos indicadores serán articulados en el comentario de acción de calificación del emisor. Continúa en la siguiente página.
Fuente: Fitch Ratings.

Indicadores de Compañías de Financiamiento y Arrendamiento (continuación)

Indicador	Definición	Fundamental o Complementario	Financiamiento Comercial y de Consumo	Arrendamiento	Servicios Financieros
Fondeo y Liquidez					
Uso de deuda no garantizada	Deuda no garantizada por activos corporativos/Total de pasivos que devengan intereses	Fundamental ^a	✓	✓	✓
Cobertura de intereses	Ganancias antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización/Gastos por intereses	Fundamental ^b	✓	✓	✓
Dependencia total de fondeo de corto plazo	(Deuda de corto plazo + Porción actual de la deuda a largo plazo)/Total de pasivos que devengan intereses	Complementario	✓	✓	✓
Cobertura de activos sin gravamen	Monto de activos libres y sin gravamen /Deuda no garantizada	Complementario	✓	✓	✓
Razón de pago de dividendos	Dividendos/Utilidad neta reportada	Complementario	✓	✓	✓

^aAplicable a las compañías de financiamiento y arrendamiento con alto uso de balance. Cuando se presentan con base en la Norma Internacional de Información Financiera 9, la cartera vencida serán los préstamos clasificados como en 'etapa 3'. En el caso de las compañías de arrendamiento, el indicador de calidad de activos se calcula como incumplimientos en los activos arrendados más las pérdidas incurridas en la venta de activos arrendados/activos totales arrendados. Con respecto a los arrendadores de equipos, Fitch no excluirá los activos por derechos de mantenimiento y las primas de arrendamiento del capital tangible si se cree que estos elementos del balance general contienen un valor económico suficiente para apoyar a los acreedores. ^bAplicable a las compañías de financiamiento y arrendamiento con bajo uso de balance. ^cAplicable únicamente a compañías de financiamiento y arrendamiento con licencia bancaria. ^dSe excluyen los intereses no controladores, a menos que se considere que exhiben capacidad de absorción de pérdidas. Notas: Si/Cuando indicadores adicionales se consideran relevantes sobre la base de un emisor específico, dichos indicadores serán articulados en el comentario de acción de calificación del emisor.
Fuente: Fitch Ratings.

Indicadores de Compañías de Infraestructura del Mercado Financiero

Razones	Definición	Fundamental o Complementario	Bolsas de Valores	Cámaras de Compensación	CSD Sin Licencia Bancaria
Capitalización y Apalancamiento					
Deuda Bruta/EBITDA	Deuda bruta dividida entre EBITDA, con ajustes para elementos significativos no monetarios como gastos de compensación que no son efectivo	Fundamental	✓	✓	✓
Flujo de efectivo libre/Deuda bruta	Efectivo neto proporcionado por las operaciones menos gastos de capital y dividendos divididos entre la deuda bruta	Complementario	✓	✓	✓
Deuda bruta/Capital tangible	Deuda bruta dividida entre capital tangible	Complementario		✓	
Financiamiento, Liquidez y Cobertura					
EBITDA/Gastos por intereses	EBITDA con ajustes para elementos significativos no monetarios como un múltiplo de gasto por intereses	Fundamental	✓	✓	✓
Dependencia de Fondeo Total a Corto Plazo	(Deuda a Corto Plazo + Porción Corriente de la Deuda a Largo Plazo)/Total de pasivos que devengan intereses	Complementario	✓	✓	✓
Efectivo sin restricciones y valores negociables (inversiones)/Deuda de corto plazo	Valores en efectivo y negociables (inversiones) sin restricciones divididos entre deuda a corto plazo	Complementario		✓	
Ganancias y Rentabilidad					
Margen de EBITDA	EBITDA con ajustes para elementos significativos no monetarios como porcentaje de los ingresos totales	Fundamental	✓	✓	✓
Tasa por contrato	Ingresos divididos entre volumen de contrato	Complementario	✓	✓	
Gastos de Capital/Ingresos	Gastos de capital divididos entre ingresos totales	Complementario	✓	✓	✓
Gasto de capital/Depreciación y amortización	Gastos de capital divididos entre la depreciación y amortización	Complementario	✓	✓	✓

Notas: Si/Cuando indicadores adicionales se consideran relevantes sobre la base de un emisor específico, dichos indicadores serán articulados en el comentario de acción de calificación del emisor.
Fuente: Fitch Ratings.

Dado que la traducción de esta metodología aplica a diversos países de Latinoamérica, los decimales se indican con punto y los millares con coma para efectos de estandarización de separadores nominales. Además, se usa la palabra “calificación” en lugar de “clasificación”, término cuyo uso depende del país.

Todas las calificaciones crediticias de Fitch Ratings (Fitch) están sujetas a ciertas limitaciones y estipulaciones. Por favor, lea estas limitaciones y estipulaciones siguiendo este enlace: <https://www.fitchratings.com/understandingcreditratings>. Además, las definiciones de calificación de Fitch para cada escala de calificación y categorías de calificación, incluidas las definiciones relacionadas con incumplimiento, están disponibles en www.fitchratings.com bajo el apartado de Definiciones de Calificación. Las calificaciones públicas, criterios y metodologías están disponibles en este sitio en todo momento. El código de conducta, las políticas sobre confidencialidad, conflictos de interés, barreras para la información para con sus afiliadas, cumplimiento, y demás políticas y procedimientos de Fitch están también disponibles en la sección de Código de Conducta de este sitio. Los intereses relevantes de los directores y accionistas están disponibles en <https://www.fitchratings.com/site/regulatory>. Fitch puede haber proporcionado otro servicio admisible o complementario a la entidad calificada o a terceros relacionados. Los detalles del(los) servicio(s) admisible(s) de calificación o del(los) servicio(s) complementario(s) para el(los) cual(es) el analista líder tenga sede en una compañía de Fitch Ratings registrada ante ESMA o FCA (o una sucursal de dicha compañía) se pueden encontrar en el resumen de la entidad en el sitio web de Fitch Ratings.

En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, así como en la realización de otros informes (incluyendo información prospectiva), Fitch se basa en información factual que recibe de los emisores y sus agentes y de otras fuentes que Fitch considera creíbles. Fitch lleva a cabo una investigación razonable de la información factual sobre la que se basa de acuerdo con sus metodologías de calificación, y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida de que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada o en una determinada jurisdicción. La forma en que Fitch lleve a cabo la investigación factual y el alcance de la verificación por parte de terceros que se obtenga variará dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y el emisor, los requisitos y prácticas en la jurisdicción en que se ofrece y coloca la emisión y/o donde el emisor se encuentra, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a representantes de la administración del emisor y sus asesores, la disponibilidad de verificaciones preexistentes de terceros tales como los informes de auditoría, cartas de procedimientos acordadas, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros, la disponibilidad de fuentes de verificación independiente y competentes de terceros con respecto a la emisión en particular o en la jurisdicción del emisor, y una variedad de otros factores. Los usuarios de calificaciones e informes de Fitch deben entender que ni una investigación mayor de hechos ni la verificación por terceros puede asegurar que toda la información en la que Fitch se basa en relación con una calificación o un informe será exacta y completa. En última instancia, el emisor y sus asesores son responsables de la exactitud de la información que proporcionan a Fitch y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones y sus informes, Fitch debe confiar en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las calificaciones y las proyecciones de información financiera y de otro tipo son intrínsecamente una visión hacia el futuro e incorporan las hipótesis y predicciones sobre acontecimientos futuros que por su naturaleza no se pueden comprobar como hechos. Como resultado, a pesar de la comprobación de los hechos actuales, las calificaciones y proyecciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o afirmo una calificación o una proyección.

La información contenida en este informe se proporciona "tal cual" sin ninguna representación o garantía de ningún tipo, y Fitch no representa o garantiza que el informe o cualquiera de sus contenidos cumplirán alguno de los requerimientos de un destinatario del informe. Una calificación de Fitch es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión y los informes realizados por Fitch se basan en criterios establecidos y metodologías que Fitch evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones y los informes son un producto de trabajo colectivo de Fitch y ningún individuo, o grupo de individuos, es únicamente responsable por una calificación o un informe. La calificación no incorpora el riesgo de pérdida debido a los riesgos que no sean relacionados a riesgo de crédito, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente. Fitch no está comprometido en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de Fitch son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de Fitch estuvieron involucrados en, pero no son individualmente responsables por, las opiniones vertidas en él. Los individuos son nombrados solo con el propósito de ser contactos. Un informe con una calificación de Fitch no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información elaborada, verificada y presentada a los inversores por el emisor y sus agentes en relación con la venta de los títulos. Las calificaciones pueden ser modificadas o retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de Fitch. Fitch no proporciona asesoramiento de inversión de cualquier tipo. Las calificaciones no son una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier título. Las calificaciones no hacen ningún comentario sobre la adecuación del precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversor particular, o la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los títulos. Fitch recibe honorarios por parte de los emisores, aseguradores, garantes, otros agentes y originadores de títulos, por las calificaciones. Dichos honorarios generalmente varían desde USD 1,000 a USD 750,000 (u otras monedas aplicables) por emisión. En algunos casos, Fitch calificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular, o emisiones aseguradas o garantizadas por un asegurador o garante en particular, por una cuota anual. Se espera que dichos honorarios varíen entre USD 10,000 y USD 1,500,000 (u otras monedas aplicables). La asignación, publicación o diseminación de una calificación de Fitch no constituye el consentimiento de Fitch a usar su nombre como un experto en conexión con cualquier declaración de registro presentada bajo las leyes de mercado de Estados Unidos, el "Financial Services and Markets Act of 2000" de Gran Bretaña, o las leyes de títulos y valores de cualquier jurisdicción en particular. Debido a la relativa eficiencia de la publicación y distribución electrónica, los informes de Fitch pueden estar disponibles hasta tres días antes para los suscriptores electrónicos que para otros suscriptores de imprenta.

Fitch Ratings, Inc. está registrada en la Comisión de Bolsa y Valores de Estados Unidos (en inglés, U.S. Securities and Exchange Commission) como una Organización de Calificación Estadística Reconocida a Nivel Nacional ("NRSRO"; *Nationally Recognized Statistical Rating Organization*). Aunque ciertas subsidiarias de calificación crediticia de la NRSRO están enlistadas en el ítem 3 del documento "Form NRSRO" y, como tales, están autorizadas para emitir calificaciones crediticias en nombre de la NRSRO (ver <https://www.fitchratings.com/site/regulatory>), otras subsidiarias no están enlistadas en el documento "Form NRSRO" (las "no NRSRO") y, por tanto, las calificaciones crediticias emitidas por estas subsidiarias no son emitidas en nombre de la NRSRO. Sin embargo, personal de las subsidiarias no NRSRO puede participar en la determinación de calificaciones crediticias emitidas por, o en nombre de, la NRSRO.

Solamente para Australia, Nueva Zelanda, Taiwán y Corea del Norte: Fitch Australia Pty Ltd tiene una licencia australiana de servicios financieros (licencia no. 337123) que le autoriza a proveer calificaciones crediticias solamente a "clientes mayoristas". La información de calificaciones crediticias publicada por Fitch no tiene el fin de ser utilizada por personas que sean "clientes minoristas" según la definición de la "Corporations Act 2001".

Derechos de autor © 2022 por Fitch Ratings, Inc. y Fitch Ratings, Ltd. y sus subsidiarias. 33 Whitehall Street, New York, NY 10004. Teléfono: 1-800-753-4824, (212) 908-0500. Fax: (212) 480-4435. La reproducción o distribución total o parcial está prohibida, salvo con permiso. Todos los derechos reservados.